



UNIVERSITÀ DI PISA

DIPARTIMENTO DI ECONOMIA E MANAGEMENT

**Corso di Laurea Magistrale in Strategia,
Management e Controllo**

**IL RENDICONTO FINANZIARIO E GLI
INDICATORI DI CASH FLOW:
L'APPLICAZIONE NELL'ANALISI DELLE
MAGGIORI AZIENDE CARTARIE
LUCCHESI**

**Relatore
Prof. Lucia Talarico**

**Candidato
Mirko Rota**

ANNO ACCADEMICO 2015/2016

Indice

Introduzione	6
1 Inquadramento teorico	9
1.1 I Flussi Finanziari.....	9
1.2 Il Rendiconto Finanziario.....	11
1.2.1 I modelli	13
1.2.1.1 Principio contabile OIC 10.....	15
1.2.2 Modalità di costruzione del rendiconto finanziario.....	18
1.2.2.1 La riclassificazione dello stato patrimoniale	18
1.2.2.2 La redazione del foglio di lavoro	19
1.2.2.3 La redazione del prospetto del rendiconto	21
1.2.2.4 L'interpretazione dei risultati	25
1.3 Gli indicatori di cash flow.....	25
1.3.1 Indicatori di liquidità.....	28
1.3.2 Indicatori di efficienza	30
1.3.3 Indicatori di redditività.....	32
1.3.4 Indicatori di copertura	33
1.3.5 Indicatori di composizione delle fonti e degli impieghi.....	36
1.4 Le molteplici possibilità di utilizzo dell'analisi dei flussi di liquidità	39
2 Accenno alle caratteristiche del settore	42
2.1 Il settore cartario lucchese.....	42
2.1.1 Il distretto cartario di Lucca	42
2.1.2 Il Tissue.....	45
2.1.3 Il cartone ondulato.....	46
2.2 La struttura dei costi del comparto tissue.....	48
2.2.1 Le criticità del settore:.....	50
2.2.1.1 Il prezzo della cellulosa.....	50
2.2.1.2 Private label vs. branded	52
2.2.1.3 Eterogeneità del mercato tissue.....	53
2.2.2 I vantaggi del distretto lucchese nella formazione del vantaggio competitivo ...	56

2.3	L'andamento dell'economia nazionale e del settore cartario	60
3	L'analisi dettagliata del rendiconto finanziario di cinque aziende cartarie lucchesi.....	67
3.1	Lo storico dei dati contabili.....	68
3.1.1	Sca Hygiene Products – Società per azioni	68
3.1.2	Sofidel – Società per azioni.....	75
3.1.3	Lucart – Società per azioni.....	82
3.1.4	Industrie Cartarie Tronchetti – ICT – Società per azioni	89
3.1.5	Cartiera San Rocco – Società per azioni	96
3.2	Lo studio del rendiconto e calcolo degli indicatori	103
3.2.1	SCA Hygiene Products – Società per azioni	103
3.2.1.1	Liquidità e solvibilità	105
3.2.1.2	Efficienza	106
3.2.1.3	Redditività	107
3.2.1.4	Copertura a medio/lungo termine.....	108
3.2.2	Sofidel – Società per azioni.....	109
3.2.2.1	Liquidità e solvibilità	110
3.2.2.2	Efficienza	112
3.2.2.3	Redditività.....	113
3.2.2.4	Copertura nel medio/lungo periodo.....	113
3.2.3	Lucart – Società per azioni.....	114
3.2.3.1	Liquidità e solvibilità	115
3.2.3.2	Efficienza	117
3.2.3.3	Redditività.....	117
3.2.3.4	Copertura a medio/lungo termine.....	117
3.2.4	Industrie cartarie tronchetti – Società per azioni.....	118
3.2.4.1	Liquidità e solvibilità	119
3.2.4.2	Efficienza	120
3.2.4.3	Redditività.....	121
3.2.4.4	Copertura a medio/lungo termine.....	122
3.2.5	Cartiera San Rocco – Società per azioni	122

3.2.5.1	Liquidità e solvibilità	124
3.2.5.2	Efficienza	125
3.2.5.3	Redditività.....	125
3.2.5.4	Copertura a medio/lungo termine.....	126
3.3	Il riepilogo dei valori calcolati	126
Conclusioni	128
Bibliografia	132
Sitografia	137

Alla mia Famiglia

Introduzione

Per ogni entità economica è importante conoscere, in ogni momento, la sua capacità di raggiungere gli obiettivi prefissati. La principale competenza del management consiste nel mantenere l'azienda al livello desiderato di performance.

Un'azienda ha delle buone performance se produce profitto, se è competitiva e se fornisce ai propri clienti dei prodotti o dei servizi di qualità.

Queste performance dipendono sia dalla gestione operativa che dalla gestione finanziaria.

La gestione finanziaria è quella componente del general management che controlla il raggiungimento degli obiettivi prefissati, gestisce gli assetti aziendali in modo da prevenire il rischio di bancarotta, redige il bilancio e elabora le previsioni finanziarie relative ai periodi successivi.

Il compimento di tutte queste responsabilità è essenziale per l'azienda al fine di raggiungere gli obiettivi di performance e mantenerli nel lungo periodo.

La performance è il concetto più importante in un approccio teorico e, allo stesso tempo, è una preoccupazione permanente nella pratica. Per queste ragioni, la performance deve essere raggiunta non solo in termini teorici, ma anche in termini pratici, tramite il bilancio annuale dell'azienda.

La dimensione della performance finanziaria è delineata attraverso il conto economico. Questo prospetto fornisce informazioni utilizzate sia per la valutazione delle future performance aziendali sia per la stima dei risultati finanziari futuri.

Il conto economico è un documento contabile sintetico che classifica i flussi operativi, finanziari e straordinari dell'azienda.

Ma, il conto economico fornisce un'immagine incompleta della performance, se non è utilizzato in combinazione con lo stato patrimoniale e con il rendiconto finanziario.

Lo stato patrimoniale presenta il bilancio delle liquidità e dei mezzi equivalenti alla fine dell'esercizio; d'altronde lo stato patrimoniale non mostra il perché queste

componenti siano incrementate o decrementate. Il conto economico presenta le informazioni riguardo i ricavi, le spese e i risultati ottenuti delle varie attività, il che rappresenta un'informazione chiave sull'origine e l'uso della liquidità e dei cash equivalents, ma non spiega come mai questi elementi sia cresciuti o diminuiti.

Il livello e la velocità di ogni flusso di liquidità in ingresso e in uscita riflette le decisioni operative, d'investimento e di finanziamento del management. Date delle condizioni economiche, il mix di componenti sottostante, che genera i flussi in entrata e in uscita, riflette le decisioni di allocazione di risorse stabilite dal management.

Pertanto, al fine di valutare le prestazioni del management e analizzare le informazioni sulle fonti e gli impieghi di liquidità, è necessario eseguire l'analisi del rendiconto finanziario, in modo da ottenere informazioni sulle variazioni di liquidità.

Il rendiconto finanziario può anche essere utilizzato per valutare le decisioni economiche e rappresentare le performance economiche dell'azienda. Attraverso l'analisi del rendiconto, quindi dei flussi di cassa passati, è possibile redigere un rendiconto previsionale che rappresenti i flussi di cassa futuri; mostrando la liquidità che l'azienda produrrà e quella che invece verrà assorbita, questo strumento fornirà un supporto importante alle decisioni che verranno prese in azienda.

L'elaborato si articola in tre sezioni.

- La prima fornisce un quadro di riferimento circa il rendiconto finanziario, in termini di principi contabili di riferimento, funzionamento e redazione, spostando successivamente l'attenzione sugli indicatori che possono essere costruiti attraverso il rendiconto e sul loro utilizzo.
- Si passa, quindi, ad una presentazione del settore cartario lucchese (distretto in cui sono collocate le aziende analizzate) per arrivare successivamente a descrivere qual è la struttura dei costi di un'azienda cartaria, in termini di criticità e vantaggi. La sezione termina passando brevemente in rassegna

l'andamento economico, generale e del settore, che fa da contesto all'analisi successiva.

- Il terzo, ed ultimo capitolo, è dedicato in prima istanza, per ognuna delle aziende scelte, alla presentazione dei prospetti di stato patrimoniale, conto economico, posizione finanziaria netta e rendiconto finanziario, insieme ad alcuni grafici creati per rendere più immediata la comprensione dei dati ivi contenuti. La parte seguente è dedicata, separatamente per ognuna delle aziende, ad una prima analisi dei prospetti di bilancio tradizionali e successivamente al calcolo degli indicatori di cash flow e all'analisi del rendiconto e degli stessi indicatori.

Lo scopo di questo lavoro è quello di mostrare l'utilizzo del rendiconto finanziario e degli indicatori costruiti su di esso, nell'analisi di un campione di aziende, evidenziando le opportunità che tale strumento offre rispetto ad un'analisi tradizionale che considera esclusivamente lo stato patrimoniale e il conto economico.

1 Inquadramento teorico

Il presente capitolo è deputato a fornire un *frame work* di riferimento circa la teoria relativa all'analisi del rendiconto finanziario e si propone di descrivere il ruolo che tale prezioso strumento svolge nell'ambito della più ampia attività di analisi di bilancio. Il capitolo si configura nel seguente modo: dopo una breve introduzione sul concetto di flusso finanziario, si passa a definire le caratteristiche principali del rendiconto finanziario, in seconda istanza, verranno illustrati gli indicatori che possono essere costruiti tramite l'analisi del rendiconto. Il capitolo si chiuderà quindi con un breve accenno alle innovative possibilità di utilizzo di questi indicatori nell'ambito dell'analisi di bilancio, ma anche come strumento in mano al management per la direzione strategica e operativa.

1.1 I Flussi Finanziari

Il bilancio d'esercizio rappresenta, per le imprese, un documento informativo i cui fruitori sono tutti i portatori di interesse, siano essi interni ed esterni.

La redazione del bilancio di esercizio delle imprese, nelle sue componenti, ovvero stato patrimoniale, conto economico e nota integrativa, presuppone l'adozione di una metodologia contabile in virtù della quale si ha la possibilità di tradurre in dato numerico qualunque fatto aziendale.

Il metodo contabile maggiormente utilizzato è rappresentato dalla partita doppia che meglio riesce ad esprimere le operazioni di gestione esterna o di scambio dell'azienda. Il metodo contabile, a sua volta, non può prescindere dall'utilizzo di un sistema di scritture che ne costituiscono ambito di applicazione.

L'adozione del sistema delle scritture, adottato seguendo la metodologia della partita doppia, favorisce la lettura dei fatti aziendali secondo due prospettive, una finanziaria ed una economica.

La prospettiva finanziaria concerne tutte le variazioni, intese come aumenti o decrementi di crediti e debiti di funzionamento e di crediti e debiti di

finanziamento, ovvero incremento o decremento di denaro. In quest'ultima circostanza sovente si parla di variazione monetaria.

L'aspetto economico riguarda, invece, tutte le variazioni riconducibili ai componenti positivi e negativi del reddito, nonché agli aumenti ed alle riduzioni del capitale netto.

L'aspetto finanziario e l'aspetto economico sono rappresentati nei documenti di bilancio, ed in particolare, nello stato patrimoniale e nel conto economico.

Nello specifico, I contenuti dello stato patrimoniale, riportati nell'articolo 2424 del codice civile, esprimono una "situazione statica" dei mezzi dell'impresa ad una determinata data.

La logica di "condizione statica" richiama il concetto di "fondo di valori". Il "fondo" rappresenta, quindi, un aggregato di elementi in un determinato istante e può far riferimento agli investimenti (attività), ai finanziamenti attinti da terze economie (passività) ed ai finanziamenti attinti con mezzi propri (capitale netto). La variazione, incrementativa o diminutiva prodotta tra due esercizi consecutivi del valore del "fondo" si dice "flusso".

Il flusso esprime, infatti, il concetto della "dinamicità" correlata all'attività dell'impresa.

L'attività dell'impresa e la sua dinamicità si realizzano sostanzialmente attraverso quattro fasi:

- L'acquisizione dei fattori produttivi.
- L'organizzazione dei fattori produttivi.
- La produzione.
- La vendita dei prodotti finiti e/o servizi.

È evidente che lo stato patrimoniale e il conto economico sono fortemente correlati tra di loro ed il valore finale della singola voce dell'attivo e del passivo ("fondo di valore") è senza ombra di dubbio influenzata dai flussi prodotti dalla gestione aziendale reddituale.

La correlazione tra “fondi” e “flussi” si infittisce attraverso la redazione e l'analisi del rendiconto finanziario. Infatti, il rendiconto finanziario è un prospetto che raggruppa i “flussi” di “fondi”, in relazione alle informazioni che si intendono ottenere. Esso si interpone tra il prospetto dello stato patrimoniale e quello del conto economico, permettendo l'esplorazione delle variazioni intervenute nei fondi, intese come incrementi o decrementi di valori, che vengono dette “impieghi” o “fonti”.

Gli impieghi esprimono un assorbimento di risorse finanziarie da parte della gestione aziendale e sono rappresentate da:

- Aumenti di attività;
- Riduzioni di passività;
- Riduzioni di netto.

Per fonte s'intende, invece, un afflusso di risorse finanziarie per l'impresa. Essa può essere rappresentata da:

- Aumenti di passività;
- Riduzioni di attività;
- Apporti al capitale netto;
- Gestione reddituale, intesa come somma algebrica tra ricavi di esercizio aumentata dei costi non monetari e ridotta dei ricavi non monetari.

1.2 Il Rendiconto Finanziario

Il rendiconto finanziario è uno strumento di analisi e di comunicazione che ha la funzione di indicare l'origine e le modificazioni intervenute nelle fonti finanziarie e negli impieghi.

L'equilibrio generale della gestione aziendale si ottiene se all'equilibrio economico (costi-ricavi) si affianca l'equilibrio finanziario (entrate-uscite). Anzi, mentre l'equilibrio finanziario rappresenta una delle condizioni fondamentali per l'esistenza dell'equilibrio economico, è molto difficile il contrario.

L'utilità del rendiconto finanziario è proprio nel fatto che si ha la coincidenza fra gli andamenti economici e gli andamenti finanziari e monetari della gestione, ed è per questo che costituisce una fonte autonoma di informazioni, oltre che un documento per la migliore interpretazione del bilancio di esercizio.

Mentre nel conto economico si rilevano i riflessi reddituali delle scelte gestionali e lo stato patrimoniale mette in luce la consistenza quantitativa del capitale di funzionamento, il rendiconto è il documento fondamentale per cogliere tutte le relative dinamiche. Lo stato patrimoniale mostrando i valori alla fine di ogni esercizio (valori-fondo), permette la comparazione di inizio e di fine periodo, creando le variazioni; la lettura del rendiconto “determina” le cause di tali variazioni, generando il flusso (valori flusso).

Al rendiconto finanziario sono legate molteplici finalità che ne motivano la sua redazione e la sua analisi; tutte investono le basi strutturali dell'azienda e ne potenziano la solidità:

- valutare l'esistenza di produzione di risorse finanziarie attraverso l'attività tipica al fine di verificare se la gestione economica assorbe risorse anziché generarle.
- valutare le cause che hanno migliorato o peggiorato la situazione finanziaria e monetaria di ogni singola area gestionale;
- definire la composizione delle fonti e degli impieghi, verificandone l'equilibrio e individuando le opportune leve gestionali di intervento;
- individuare le aree che hanno maggiormente assorbito risorse e che le hanno generate, misurando i possibili effetti di una loro futura contrazione;
- valutare il grado di rigidità e di flessibilità delle fonti e degli impieghi;

Al fine di poter costruire e leggere questo documento è necessario scegliere una risorsa finanziaria di riferimento, cioè un oggetto di osservazione della dinamica finanziaria. La risorsa è il punto di riferimento dal quale tutti i flussi finanziari e monetari sono conseguenti.

La risorsa finanziaria che rende la qualità dell'informazione molto espressiva ed efficace ai fini informativi e comunicativi, è la liquidità o “Disponibilità monetaria netta” (cassa e banca a breve attiva e passiva).

In merito a ciò, l'OIC n.10 fornisce dei chiarimenti, in forza dei quali pone la sua attenzione sui soli flussi di cassa, o anche “cash flow”, intendendo per disponibilità liquide i depositi bancari e postali, assegni, denaro e valori in cassa, anche in moneta estera. Ne consegue che si tralascia, quindi, l'indagine sul Capitale Circolante Netto (CCN), così come invece accadeva nell'OIC n.12.

I motivi della sua preferenza sono nettamente sostanziali:

- la liquidità risulta essere una grandezza finanziaria oggettivamente determinabile; il capitale circolante netto, per alcune poste, subisce il limite per la sua determinazione della scelta di un criterio di valutazione. I rendiconti fondati sul capitale circolante netto sono particolarmente influenzati dalle scelte valutative mentre quelli che utilizzano la liquidità non ne risentono.
- La liquidità è un valore finanziario e come tale non è collegato alla sfera operativa; il capitale circolante netto invece ha una diretta conseguenza di generazione/assorbimento finanziario (incassi-pagamenti) con l'area economica della gestione. Attraverso la risorsa di riferimento quindi si ha la chiave di lettura per interpretare ed analizzare le cause delle variazioni finanziarie/monetarie in un definito intervallo temporale.

1.2.1 **I modelli**

Con il recepimento della IV^a direttiva CEE, ci si è sempre chiesti del perché il rendiconto finanziario non fosse rientrato a pieno titolo tra i documenti obbligatori del bilancio di esercizio. Così come ci si è sempre chiesti se l'adozione obbligatoria del rendiconto avrebbe comportato, al pari dei prospetti dello stato patrimoniale e del conto economico, anch'esso, uno schema predefinito da rispettare in tutti i suoi campi. Il tutto per migliorare la chiarezza informativa di bilancio. A questi ed altri

interrogativi, ha ritenuto di dare delle risposte l'Organismo Italiano di Contabilità pubblicando, ad agosto 2014, l'OIC n.10.

L'OIC n. 10 costituisce il primo tra i documenti pubblicati dall'Organismo Italiano di Contabilità, che affronta per intero il processo di redazione del rendiconto finanziario.

Già precedentemente all'emanazione del D.lgs. N. 139 del 2015 alcuni organismi italiani ed internazionali hanno emanato nel corso degli anni, appositi documenti che consigliano fortemente la redazione del rendiconto finanziario e il suo inserimento in nota integrativa.

I documenti da considerare sono:

- **Principio contabile OIC n. 10¹ dell'agosto 2014 che ha sostituito l'OIC 12:** propone un modello che è in linea sostanzialmente con quello descritto dallo IAS 7 ed è il rendiconto finanziario di liquidità (Cash flow statement).

L'OIC 10 verrà trattato in dettaglio più avanti;

- **Assonime – Circolare n. 12 del 31/01/1989:** è il modello che attribuisce in maniera più precisa i flussi delle singole operazioni all'interno della propria area di appartenenza. Il modello è in forma scalare e la struttura comprende quattro aggregati; la risorsa di riferimento è la "Disponibilità monetaria netta", intesa come la somma dei c/cassa e banca.
- **Assonime – Circolare n. 14 mod. 1 e n. 2 del 11/02/1986:** propone una forma a sezioni sovrapposte Fonti-Impieghi con due aggregati in ogni sezione che esplicitano le fonti interne da quelle esterne e gli impieghi in investimenti e in rimborsi finanziari; il dettaglio per la determinazione della liquidità prodotta dalla gestione, denominata "Flusso Monetario delle Operazioni", è esplicitata separatamente in una tavola a forma scalare; la risorsa di riferimento è la "disponibilità monetaria", cioè c/cassa e banca

¹ Organismo Italiano di Contabilità (2014), "OIC 10 - Il rendiconto finanziario"

attivi (mod. 1) e la “Posizione finanziaria netta”, c/cassa e banca attivi e passivi (mod. 2);

- **IAS 7² – metodo diretto e indiretto (Cash Flow Statement):** La disciplina anglosassone, attraverso i principi contabili internazionali (IAS), pur non imponendo alcun modello, richiede che i flussi della gestione siano ricondotti alle tre aree gestionali: reddituale, di investimento e finanziaria. I due modelli presentati sono strutturati in forma scalare con le tre aree aggregate e divergono l’uno dall’altro solo nella metodologia (diretta o indiretta) con la quale si ottiene la determinazione del flusso di liquidità della gestione operativa (operating activities); la risorsa di riferimento è la “Disponibilità liquida”.

1.2.1.1 Principio contabile OIC 10

Il principio contabile OIC 10³ ha lo scopo di definire i criteri di redazione del rendiconto finanziario.

Le indicazioni contenute nell’OIC 10 sostituiscono quelle previste nell’OIC 12⁴ “Composizione e schemi di bilancio d’esercizio di imprese mercantili, industriali e di servizi”.

L’OIC 10 fornisce dapprima la definizione di risorsa finanziaria cui fare riferimento per la costruzione del rendiconto, rappresentata dalle disponibilità liquide. Precisa che le disponibilità liquide sono rappresentate da depositi bancari e postali, dagli assegni e dal denaro e valori in cassa, inclusi anche quelli espressi in valuta estera.

Lo IAS 7 a differenza dell’OIC 10 considera risorse finanziarie anche i mezzi equivalenti, costituiti dagli investimenti finanziari a breve termine e ad alta liquidità che possono essere convertiti in valori di cassa; inoltre, lo IAS 7, paragrafo 8, precisa che gli scoperti bancari, che sono rimborsabili a vista, formano

² International Federation of Accountants (2007), “IAS 7 -Statement of Cash flow”.

³ Organismo Italiano di Contabilità (2014), “OIC 10 - Il rendiconto finanziario”.

⁴ Organismo Italiano di Contabilità (2014), “OIC 12 – Composizione e Schemi di Bilancio d’Esercizio”.

parte integrante delle disponibilità liquide di un'impresa e devono essere inclusi come componenti di disponibilità liquide o mezzi equivalenti.

Francesco Lenoci e Enzo Rocca, in “Rendiconto Finanziario” ed. Wolters Kluwer⁵, scrivono:

<<Tale precisazione è stata esclusa dall'OIC 10 a causa di incertezze applicative che ne potrebbero derivare, ma pur comprendendo le difficoltà di applicazione, a nostro avviso, risulta preferibile l'accezione di liquidità dello IAS 7.>>

Il principio OIC 10⁶ prevede la redazione del rendiconto finanziario in forma comparativa:

2.1 Per ogni flusso finanziario presentato nel rendiconto è indicato l'importo del flusso corrispondente dell'esercizio precedente. Se i flussi non sono comparabili, quelli relativi all'esercizio precedente sono adattati; la non compatibilità e l'adattamento, o l'impossibilità di questo, sono segnalati e commentati in calce al rendiconto.

Il rendiconto finanziario previsto dall'OIC 10 è sostanzialmente in linea con quello descritto dallo IAS7 che sarebbe il Rendiconto finanziario della liquidità.

Le novità principali dell'OIC 10 sono:

- Esso riguarda tutte le tipologie di società di capitali: tutte le società senza esclusione di forma/tipo incluse le società che redigono bilancio in forma abbreviata;
- Il rendiconto finanziario deve essere inserito in Nota integrativa per evitare che le società che redigono il bilancio in forma abbreviata non lo predispongano;
- Eliminazione della risorsa finanziaria del capitale circolante netto: tale risorsa finanziaria non è rappresentativa perché inquinata dall'andamento dei crediti e debiti operativi/commerciali, considerata obsoleta, poco utilizzata dalle imprese e non prevista dalla prassi contabile internazionale;

⁵ Lenoci F., Rocca E. (2016) “**Rendiconto Finanziario**”, Ipsoa

⁶ Organismo Italiano di Contabilità (2014), “OIC 10 - Il rendiconto finanziario”

- Riformulazione delle tre distinte aree di attività.

L'OIC n. 10 stabilisce che i flussi finanziari vengano indagati distinguendoli per aree gestionali, ovvero per:

- area reddituale, in cui confluiscono sostanzialmente i flussi finanziari derivanti dalla gestione caratteristica/operativa dell'impresa, ovvero da tutte quelle operazioni che sostanzialmente sono riconducibili ai costi ed ai ricavi attinenti alle fasi di: acquisizione dei fattori produttivi, produzione, amministrazione e distribuzione dei beni. Ne sono un esempio, l'acquisto delle materie prime, il pagamento dei dipendenti, la corresponsione dei canoni di leasing, i costi di amministrazione, le spese di pubblicità, il pagamento delle imposte, la riscossione delle vendite dei prodotti, ecc.;
- area degli investimenti, considerando gli impieghi e le fonti derivanti dagli investimenti e disinvestimenti di attività, in particolare immobilizzazioni materiali, immateriali, finanziarie ed attività finanziarie che non costituiscono immobilizzazioni. Si pensi, all'acquisto di un nuovo macchinario od anche alla dismissione di un automezzo o di un ramo d'azienda, ecc.;
- area dei finanziamenti, da cui si originano le dinamiche finanziarie che attengono principalmente all'acquisizione di capitale proprio (ad esempio, sottoscrizione di nuove quote o azioni) e/o di capitale di terzi (ad esempio, contrazione di un nuovo finanziamento) oppure che riguardano il rimborso di mezzi finanziari propri (ad esempio, rimborso per recesso di un socio) e/o di terzi (ad esempio rimborso delle rate di un mutuo).

La distinzione delle attività aziendali nelle suddette aree ha come precipuo obiettivo quello di evidenziare il passaggio dalla gestione “dinamica” reddituale a quella “statica” patrimoniale.

L'intento è quindi quello di comprendere se, ed in che modo, i flussi prodotti dalla gestione reddituale si siano concretamente tramutati in flussi finanziari ed ancor di più monetari in uscita, come impieghi, o in entrata come fonti.

Al fine di evidenziare tali flussi finanziari si prevede l'impiego di due metodi tra loro alternativi:

- Il metodo diretto
- Il metodo indiretto

Infine nell'OIC 10 è stato introdotto il divieto di compensazione tra flussi finanziari per non alterare la significatività del rendiconto finanziario.

1.2.2 Modalità di costruzione del rendiconto finanziario

Le principali fasi che caratterizzano la costruzione del rendiconto finanziario sono:

- a) la riclassificazione dello stato patrimoniale di due anni consecutivi, meglio se secondo il criterio finanziario;
- b) la costruzione del foglio di lavoro;
- c) la redazione del prospetto di rendiconto finanziario;
- d) l'interpretazione dei risultati prodotti.

Descriviamole brevemente.

1.2.2.1 La riclassificazione dello stato patrimoniale

La fase della riclassificazione dello stato patrimoniale secondo il metodo finanziario presuppone la riallocazione delle voci dell'attivo e del passivo, secondo i principi, della liquidabilità, per quanto attiene l'attivo, e dell'estinguibilità, per ciò che concerne il passivo.

Con riferimento a quanto appena detto, distinguiamo l'attivo dello stato patrimoniale (o investimenti) in attivo circolante o corrente ed attivo fisso, a seconda che l'attivo sia liquidabile o meno entro l'esercizio successivo. Analogo discorso può esser fatto per le poste del passivo (o fonti di finanziamento) che vanno distinte in passivo corrente (passività esigibili entro i dodici mesi), passivo consolidato (passività esigibili oltre i dodici mesi) e patrimonio netto. Dal confronto tra le voci dell'attivo corrente e quelle del passivo corrente, si evidenzia il grado della solvibilità aziendale, mentre dal confronto tra le voci dell'attivo fisso e del patrimonio permanente (passivo consolidato e patrimonio netto), s'indaga la solidità dell'impresa.

Più specificatamente, l'indagine sulla solvibilità tende a verificare se vi è la copertura del passivo a breve attraverso la liquidità che l'attivo circolante è in grado di liberare nel breve periodo. Dal canto suo, la solidità aziendale mira, invece, a verificare se l'impresa riesce a finanziare l'attivo fisso con il solo capitale proprio e, se necessita il ricorso al capitale di terzi, in che misura. Lo studio sulla solvibilità e solidità aziendale si avvale del valore espresso dagli indicatori e dagli indici di bilancio.

Si tratta, in definitiva, di una prima indagine di tipo statico-finanziaria, riferita ad un determinato istante, a cui va affiancata un'analisi di tipo dinamico-finanziaria, che analizza i flussi prodotti dalla gestione corrente, e non, e che può individuare proprio in quel riclassificato patrimoniale il punto di partenza.

In tal senso, ragionare in termini di riclassificato e di flussi di cassa vuol dire avere un quadro piuttosto esaustivo del fabbisogno finanziario attuale e prospettico dell'impresa. L'analisi sulla liquidità esercitata in questi termini garantirebbe, infatti, una verifica quali-quantitativa sulla modalità con cui si è realizzata la copertura del fabbisogno finanziario nell'arco di un periodo amministrativo.

1.2.2.2 La redazione del foglio di lavoro

Le voci riclassificate vengono successivamente inserite nel foglio di lavoro, in cui sono rappresentate le variazioni grezze, le rettifiche alle variazioni grezze, e da cui è possibile risalire agli effettivi impegni e fonti di risorse finanziarie di natura monetaria.

Nel caso specifico, infatti, non bisogna dimenticare che l'oggetto d'indagine proposto nell'OIC n. 10 è costituito dalle liquidità immediate, principalmente "cassa e banca" anche se riferite ad operazioni in valuta estera.

Il foglio di lavoro si compone di più colonne, di cui:

- la colonna 1), nella quale è indicata la voce dell'attivo e del passivo dello stato patrimoniale riclassificato;
- le colonne 2) e 3), in cui sono riportati i valori delle predette voci riferiti all'anno X e all'anno X+1;

- le colonne 4) e 5), che sono rappresentative delle variazioni grezze, ovvero delle differenze tra i valori di ciascuna delle voci dell'attivo e del passivo, distinte per impieghi e fonti;
- le colonne 6) e 7), in cui sono riportate le rettifiche alle variazioni grezze, utilizzate per depurare o integrare il rendiconto dei soli valori che producono effetti in termini di flussi di cassa in entrata ed in uscita;
- le colonne 8) e 9), dove vengono indicati i reali flussi di impieghi e di fonti di cassa.

Pertanto avremo:

	ANNO X	ANNO X+1	Variazioni grezze		Rettifiche delle variazioni grezze		Flussi di CASH FLOW	
	Valori	Valori	Impieghi	Fonti	Impieghi	Fonti	Impieghi	Fonti
ATTIVO								
LIQUIDITA' IMMEDIATE								
Depositi bancari e postali								
Assegni								
.....								
LIQUIDITA' DIFFERITE								

Il foglio di lavoro è uno strumento molto utile nella redazione del rendiconto finanziario, poiché permette di tracciare meglio le dinamiche dei flussi in entrata ed in uscita. Le colonne 8) e 9), infatti, traducono il valore del “fondo” iniziale e finale, relativo alla singola attività e passività, in reali flussi di impieghi e fonti, a seguito di una serie di rettifiche che tendono a congelare tutti i movimenti contabili che non sono espressione di flussi di cassa. A titolo esemplificativo, si pensi alla rivalutazione monetaria di un fabbricato che rappresenta una mera manovra contabile, senza che ciò comporti afflussi o deflussi di risorse finanziarie.

Il foglio di lavoro, sostanzialmente, facilita la ricostruzione del fatto aziendale e la sua tramutazione in impiego o fonte finanziaria di cassa.

Inoltre si aggiunga che, l'indicazione dei componenti reddituali nel foglio di lavoro, favorisce la lettura di un quadro d'insieme, al fine di comprendere meglio le correlazioni tra la gestione reddituale dell'impresa e la situazione dei flussi finanziari derivanti dal confronto dei prospetti di stato patrimoniale di due anni consecutivi. In tal senso, il ricavo può diventare un credito (impiego) o un incasso (fonte), il costo del personale può tramutarsi in un debito (fonte) o concretizzarsi

attraverso il pagamento (impiego). Lo stesso risultato di esercizio dato dalla differenza tra componenti positivi e negativi, positivo o negativo che sia, confluisce nello stato patrimoniale come posta del patrimonio netto fino a quando non si provvederà a distribuirlo (impiego) ovvero a destinarlo a riserva.

A quest'ultimo proposito, la mancata distribuzione dell'utile rappresenta per l'impresa una forma di autofinanziamento proprio. Di autofinanziamento si può parlare anche con riferimento alla determinazione dei costi non monetari come ammortamenti e accantonamenti a fondi rischi e spese. In quest'ultima circostanza si parla di autofinanziamento improprio.

L'autofinanziamento costituisce per l'impresa una "fonte" finanziaria in sostanza non onerosa.

È naturale pensare che la costruzione del foglio di lavoro presuppone, tra le altre cose, la conoscenza dei fatti aziendali in modo piuttosto dettagliato. In ciò sarà, quindi, maggiormente agevolato l'analista interno rispetto all'analista esterno, che non potrà che limitarsi a utilizzare i dati riportati nei documenti ufficiali.

L'analista interno ha, infatti, accesso ad una serie di informazioni che vanno a completamento della conoscenza dei fatti aziendali, rispetto a quanto riportato nel bilancio e nella nota integrativa.

1.2.2.3 La redazione del prospetto del rendiconto

Una volta chiarito quanto sopra, non ci resta che rappresentare la struttura del rendiconto finanziario secondo le due metodologie proposte dall'Organismo Italiano di Contabilità: il metodo diretto ed indiretto.

Si tratta di due metodologie che, così come verrà chiarito di seguito, possono essere utilizzate entrambe o l'una in alternativa all'altra. Il risultato finale è il medesimo. La sostanziale differenza, invece, è data dalla diversa riclassificazione delle voci relative alla gestione reddituale, da cui differenti dettagli informativi.

L'impiego del prospetto secondo il metodo diretto, esalta maggiormente le classi di entrate ed uscite di cassa, tant'è che, nella descrizione del cash flow operativo, si parla per l'appunto di incassi e di pagamenti. Si tratta di uno schema che

potrebbe essere impiegato, ad esempio, per la redazione del budget di cassa, ovvero nella valutazione di investimenti, con riferimento all'attualizzazione dei flussi delle entrate e delle uscite relativi al medesimo investimento.

Il rendiconto redatto con il metodo diretto è sicuramente di forte impatto, ad esempio, nei rapporti con gli istituti di credito, poiché fornisce in modo immediato la situazione degli incassi e dei pagamenti. È pur vero che, il metodo diretto richiede che la società abbia una contabilità organizzata in modo tale da estrapolare più facilmente tutto quanto è riferito alla costruzione del modello. Si pensi ad esempio, ad uno scadenziario, sempre aggiornato alla gestione degli incassi e degli insoluti, ecc.

Il metodo indiretto è quello maggiormente utilizzato dalla prassi nella determinazione dei flussi di cassa da parte delle società che decidono di cimentarsi nella redazione del documento in questione.

Esso permette di evidenziare meglio il passaggio dai flussi reddituali ai flussi finanziari, in quanto parte proprio dal risultato di esercizio fino a giungere al saldo dei flussi finanziari prodotti dall'impresa.

A differenza del metodo diretto, il rendiconto redatto con il metodo indiretto è di più facile compilazione se si pensa alla strutturazione dei piani dei conti delle società ed alla tenuta della contabilità che sovente ha una finalità più fiscale che aziendale. Pertanto, l'estrapolazione dei dati da inserire nel prospetto diviene molto meno problematica rispetto a quanto si potrebbe avere con il metodo diretto.

Cerchiamo di analizzarli uno per volta, partendo dal metodo diretto.

PROSPETTO SCALARE – METODO DIRETTO	ANNO X	ANNO X+1
A. Flussi finanziari derivanti dalla gestione reddituale		
Incassi da clienti		
Altri incassi		
(Pagamenti a fornitori per acquisti)		
(Pagamenti a fornitori per servizi)		
(Pagamenti al personale)		
(Altri pagamenti)		
(Imposte pagate sul reddito)		
Interessi incassati/(pagati)		
Dividendi incassati		
Flusso finanziario dalla gestione reddituale (A)		

B. Flussi finanziari derivanti dall'attività d'investimento		
<i>Immobilizzazioni materiali</i>		
(Investimenti)		
Prezzo di realizzo disinvestimenti		
<i>Immobilizzazioni immateriali</i>		
(Investimenti)		
Prezzo di realizzo disinvestimenti		
<i>Immobilizzazioni finanziarie</i>		
(Investimenti)		
Prezzo di realizzo disinvestimenti		
<i>Attività finanziarie non immobilizzate</i>		
(Investimenti)		
Prezzo di realizzo disinvestimenti		
<i>Acquisizione o cessione di società controllate o di rami d'azienda al netto delle disponibilità liquide</i>		
C. Flussi finanziari derivanti dall'attività di		
Finanziamento		
<i>Mezzi di terzi</i>		
Incremento debiti a breve verso banche		
Accensione finanziamenti		
Rimborso finanziamenti		
<i>Mezzi propri</i>		
Aumento di capitale a pagamento		
Cessione (acquisto) di azioni proprie		
Dividendi (e acconti su dividendi) pagati		
<i>Flusso finanziario dall'attività di finanziamento (C)</i>		
Incremento (decremento) delle disponibilità liquide ($A \pm B \pm C$)		
Disponibilità liquide al 1 gennaio 200X		
Disponibilità liquide al 31 dicembre 200X+1		

Dal prospetto sopra riportato è chiara quale sia la distinzione tra i flussi realizzati dalla gestione reddituale/corrente, identificati con la lettera “A” rispetto a quelli relativi alla gestione degli investimenti, contrassegnati dalla lettera “B”, ed a quelli derivanti dalla gestione dei finanziamenti, indicati con la lettera “C”. La somma algebrica rappresenta il flusso di cassa totale prodotto in un determinato esercizio.

Il prospetto a scalare contempla i due anni consecutivi e quindi l’anno X e l’anno X+1.

Al medesimo risultato finale, ovvero alla determinazione del cash flow relativo alla gestione reddituale, degli investimenti e dei finanziamenti, è possibile giungere mediante l’utilizzo dello schema del metodo indiretto.

In dettaglio avremo:

PROSPETTO SCALARE – METODO INDIRETTO	ANNO X	ANNO X+1
A. Flussi finanziari derivanti dalla gestione reddituale (metodo indiretto)		
Utile (perdita) dell'esercizio		
Imposte sul reddito		
Interessi passivi/(interessi attivi)		
(Dividendi)		
(Plusvalenze)/minusvalenze derivanti dalla cessione di attività		
1. Utile (perdita) dell'esercizio prima d'imposte sul reddito, interessi, dividendi e plus/minusvalenze da cessione		
<i>Rettifiche per elementi non monetari che non hanno avuto contropartita nel capitale circolante netto</i>		
Accantonamenti ai fondi		
Ammortamenti delle immobilizzazioni		
Svalutazioni per perdite durevoli di valore		
(Rivalutazioni di attività)		
Altre rettifiche per elementi non monetari		
2. Flusso finanziario prima delle variazioni del ccn		
Variazioni del capitale circolante netto		
Decremento/(incremento) delle rimanenze		
Decremento/(incremento) dei crediti vs clienti		
Incremento/(decremento) dei debiti verso fornitori		
Decremento/(incremento) ratei e risconti attivi		
Incremento/(decremento) ratei e risconti passivi		
Altre variazioni del capitale circolante netto		
3. Flusso finanziario dopo le variazioni del ccn		
Interessi incassati/(pagati)		
(Imposte sul reddito pagate)		
Dividendi incassati		
Utilizzo dei fondi		
4. Flusso finanziario dopo le altre rettifiche		
Flusso finanziario della gestione reddituale (A)		
B. Flussi finanziari derivanti dall'attività d'investimento		
<i>Immobilizzazioni materiali</i>		
(Investimenti)		
Prezzo di realizzo disinvestimenti		
<i>Immobilizzazioni immateriali</i>		
(Investimenti)		
Prezzo di realizzo disinvestimenti		
<i>Immobilizzazioni finanziarie</i>		
(Investimenti)		
Prezzo di realizzo disinvestimenti		
<i>Attività finanziarie non immobilizzate</i>		
(Investimenti)		
Prezzo di realizzo disinvestimenti		
<i>Acquisizione o cessione di società controllate o di rami d'azienda al netto delle disponibilità liquide</i>		
Flusso finanziario dell'attività di investimento (B)		
C. Flussi finanziari derivanti dall'attività di finanziamento		
<i>Mezzi di terzi</i>		
Incremento debiti a breve verso banche		
Accensione finanziamenti		
Rimborso finanziamenti		
<i>Mezzi propri</i>		
Aumento di capitale a pagamento		
Cessione (acquisto) di azioni proprie		
Dividendi (e acconti su dividendi) pagati		
Flusso finanziario dell'attività di finanziamento (C)		
Incremento (decremento) delle disponibilità liquide (a ± b ± c)		
Disponibilità liquide al 1 gennaio 200X		
Disponibilità liquide al 31 dicembre 200X+1		

È bene far notare come lo schema appena delineato definisce una differente struttura solo per quanto attiene la determinazione dei flussi di cassa della gestione reddituale. Nulla è cambiato, invece, per le aree relative alla gestione degli investimenti e dei finanziamenti.

Così come necessita far rilevare che dal risultato di esercizio mediante un percorso a ritroso, si è giunti sostanzialmente al reddito operativo, identificato con il punto A) 1, a cui sono stati sottratti tutti i ricavi non monetari ed aggiunti i costi non monetari, al fine di determinare il flusso prodotto dalle operazioni facenti parte della macro classe del Capitale Circolante Netto. Da quest'ultimo, a seguito di una serie di rettifiche che coinvolgono i componenti del CCN, in sostanza rimanenze, crediti e debiti di funzionamento, ratei e risconti, si ottiene il flusso di cassa della gestione reddituale.

La somma algebrica del flusso prodotto dalla gestione reddituale con quello proveniente dalle altre gestioni definisce il flusso di cassa totale.

1.2.2.4 L'interpretazione dei risultati

La fase interpretativa dei risultati relativi ai flussi finanziari dell'impresa, prende avvio dall'indagine sulla composizione del cash flow totale.

Un ulteriore passaggio nell'analisi dei flussi finanziari potrebbe essere rappresentata dalla verifica del peso, in termini percentuali, degli impieghi e fonti di ciascuna area gestionale, sul totale impieghi e sul totale fonti.

Concludendo l'analisi sui risultati, potremmo utilizzare degli ulteriori indici utili all'interpretazione dei dati sui flussi finanziari dell'impresa

1.3 Gli indicatori di cash flow

Gli indicatori tradizionali di liquidità, come il quoziente di liquidità secondaria (current ratio) e il quoziente di liquidità primaria (quick ratio o acid test), si basano su quei valori identificati come attività correnti e passività correnti della situazione patrimoniale-finanziaria. Il current ratio è semplicemente determinato dividendo il totale delle attività correnti per il totale delle passività correnti. Il quick ratio fornisce un focus più ristretto ed è calcolato utilizzando solo gli elementi dell'attivo

circolante totale, come denaro contante, titoli negoziabili e crediti, tutto diviso per il totale passività correnti.

L'analisi è molto semplice e si basa sul rapporto fornito dall' indicatore che esprime la capacità della società di poter far fronte liquidamente alle passività correnti.

Oltre a questi due ci sono tutta una serie di ulteriori indicatori che aiutano nel processo di valutazione dell'azienda, come ad esempio gli indicatori di redditività (ROI, ROE, ROS), gli indicatori di produttività, di struttura finanziaria oppure gli indicatori di durata e di rotazione.

Ma attraverso il rendiconto finanziario, si possono ricavare degli indicatori che si differenziano da questi cosiddetti "tradizionali".

Gli indicatori tradizionali impiegati per valutare la redditività e il rischio non rivelano appieno l'immagine della performance finanziaria della società, quindi per avere una migliore comprensione della situazione è necessario utilizzare le informazioni provenienti dal rendiconto finanziario per un'analisi più dettagliata.

L'analisi dei flussi di liquidità è divenuta una delle più importanti tecniche per l'analisi di bilancio; essa è utilizzata da molti analisti, manager aziendali e auditors per valutare le condizioni di liquidità a breve termine e di solvibilità a lungo termine delle società.

Negli ultimi due decenni diversi autori hanno cercato di sviluppare lo studio del flusso di cassa per valutare la liquidità e la solvibilità delle imprese sulla base di informazioni provenienti dal rendiconto finanziario, in modo da permettere ai creditori, agli analisti e agli investitori di ampliare le proprie conoscenze riguardo le performance delle società.

*Mills e Yamamura (1998)*⁷ affermano che quando si analizza il flusso di liquidità della società, le informazioni che si acquisiscono sono più affidabili delle informazioni provenienti da stato patrimoniale e conto economico. Mills e

⁷ Mills, J.R. And Yamamura, J.H. (1998) *"The Power Of Cash Flow Ratios"*, *Journal Of Accountancy*, Vol. 186, No.4.

Yamamura hanno proposto otto indicatori di cash flow che possono essere utilizzati per misurare la liquidità e la redditività dell'impresa.

*Giacomino e Mielke (1993)*⁸ sostengono che gli indicatori di cash flow sono più utili nel valutare la forza finanziaria di una società e la sua redditività. A tal fine, essi

hanno proposto nove indicatori di cash flow che possono essere impiegati per valutare la sufficienza dei flussi finanziari necessari per far fronte alle obbligazioni finanziarie e operative.

*Figlewicz e Zeller (1991)*⁹ hanno sviluppato ed esaminato diversi indicatori di cash flow sulla base del rendiconto finanziario. Lo scopo dello studio è stato quello di scoprire se l'analisi dei flussi di cassa potrebbe fornire informazioni supplementari riguardanti la performance finanziaria e la liquidità di un'azienda. Per il calcolo di questi indicatori hanno usato le relazioni annuali di W.T Company per scoprire se con il loro utilizzo si riusciva a ricavare informazioni aggiuntive.

Il risultato ottenuto è stato quello che, oltre ai dati ricavabili con l'analisi tradizionale, questi indicatori riescono a fornire informazioni supplementari sulla liquidità e sulla performance finanziaria di una società.

Perché il rendiconto finanziario sia utile, gli indicatori devono derivare da esso nello stesso modo in cui gli indicatori derivano dal conto economico e dallo stato patrimoniale. In “Developing Ratios for Cash Flow Statement Analysis,” *Carslaw e Mills (1991)*¹⁰ mostrano lo sviluppo della consapevolezza di come, l'utilizzo degli indicatori di cash flow, sia un valido aiuto per gli utilizzatori, sia interni che esterni, del bilancio. Il loro studio suggerisce differenti indicatori di cash flow che possono essere utilizzati in maniera efficace per analizzare il rendiconto.

⁸ Giacomino, D.E. And Mielke, D.E. (1993) “*Cash Flows: Another Approach To Ratio Analysis*”, *Journal Of Accountancy*, Vol. 175, No. 3.

⁹ Figlewicz, R.E. And Zeller, T.L. (1991) “*An Analysis Of Performance, Liquidity, Coverage And Capital Ratios From The Statement Of Cash Flows*”, *Akron Business And Economics Review*, Vol. 22, No.1.

¹⁰ Carslaw, C.A. And Mills, J.R. (1991) “*Developing Ratios For Effective Cash Flow Statement Analysis*”, *Journal Of Accountancy*, Vol. 172, No. 5.

Propongono quattro categorie, ognuna delle quali si concentra su una determinata angolazione del business: solvibilità e liquidità, qualità dei redditi, investimenti in attività immobilizzate e ritorno dei flussi di cassa. Eccetto che per solvibilità e liquidità, gli altri indicatori sono completamente differenti da quelli derivanti dal conto economico e dallo stato patrimoniale.

In “Power of Cash Flow Ratios”, *John R. Mills e Jeanne H. Yamamura (1998)*¹¹ suggeriscono una serie di indicatori da utilizzare per la valutazione della solvibilità e della liquidità della società; altri indicatori derivano dagli studi di *Weygandt e altri, (1998)*¹², *Schmidgall, e altri, (1993)*¹³, *Figlewicz e Zeller (1991)*¹⁴ e *Carslaw e Mills (1991)*¹⁵.

Tutti questi indicatori sono stati raggruppati in quattro grandi categorie (*Kieso, e altri, 2004*)¹⁶:

- Liquidità;
- Efficienza;
- Redditività;
- Copertura.

1.3.1 Indicatori di liquidità

Gli indicatori di liquidità misurano la capacità della società di riuscire a far fronte nel breve periodo alle obbligazioni che giungono a maturazione (*Kieso, e altri, 2004*). I creditori di breve periodo come banche e finanziatori hanno interesse nel valutare la liquidità (*Weygandt, e altri, 1998*)¹⁷. Essa è influenzata dalla tempistica

¹¹ Mills, J.R. And Yamamura, J.H. (1998) “**The Power Of Cash Flow Ratios**”, *Journal Of Accountancy*, Vol. 186, No.4.

¹² Weygandt, J. J., Kieso, D. E., And Kimmel, P. D. (1998), “**Financial Accounting**”, 2nd. New Jersey: John Wiley & Sons.

¹³ Schmidgall, R.S., Geller, A.N., And Ilvento, C. (1993) “**Financial Analysis Using The Statement Of Cash Flows**”, *Cornell Hotel And Restaurant Administration Quarterly*, Vol. 34, No. 1.

¹⁴ Figlewicz, R.E. And Zeller, T.L. (1991) “**An Analysis Of Performance, Liquidity, Coverage And Capital Ratios From The Statement Of Cash Flows**”, *Akron Business And Economics Review*, Vol. 22, No.1.

¹⁵ Carslaw, C.A. And Mills, J.R. (1991) “**Developing Ratios For Effective Cash Flow Statement Analysis**”, *Journal Of Accountancy*, Vol. 172, No. 5.

¹⁶ Kieso, D. E., Weygandt, J. J., And Warfield, T. D. (2004), “**Intermediate Accounting**”, 11th Ed. New Jersey: John Wiley & Sons.

¹⁷ Weygandt, J. J., Kieso, D. E., And Kimmel, P. D. (1998), “**Financial Accounting**”, 2nd. New Jersey: John Wiley & Sons.

dei flussi in entrata e in uscita e dalle prospettive delle prestazioni future (*Larson, e altri, 2006*)¹⁸. Gli indicatori tradizionali che misurano la liquidità sono, come già abbiamo detto, il quoziente di liquidità secondario, current ratio, e il quoziente di liquidità primario, acid test. Questi indicatori però si basano su dati consuntivi calcolati alla fine dell'esercizio.

Utilizzando i dati del rendiconto finanziario si riuscirà a rimediare a queste mancanze (*Schmidgall, e altri, 1993*)¹⁹.

I seguenti indicatori di cash flow misurano la liquidità di una società:

- **Operating Cash Flow Ratio (Indice del flusso di cassa operativo):**
Flusso di cassa della gestione operativa / Passività correnti (*Figelwicz and Zeller, 1991*²⁰; *Mills, e altri, 1998*²¹; *Schmidgall, e altri, 1993*). Misura quanto denaro è stato generato nel corso di un periodo di tempo confrontandolo con le obbligazioni a breve termine. I dati verranno dal rendiconto finanziario e dello stato patrimoniale. *Casey e Bartczak (1985)*²² suggeriscono per un'azienda sana almeno un valore del 40%.
- **Cash ratio (Indice di cassa):**
Cassa + Mezzi equivalenti / Passività correnti. Misura la porzione dei debiti a breve termine che può essere pagata usando la liquidità. Più alto è il rapporto, migliore è la copertura delle passività correnti.
- **Cash Debt Coverage Ratio (Indice di copertura del debito con il flusso di cassa operativo):**
Flusso di cassa della gestione operativa - Dividendi / Totale debiti (*Carslaw & Mills, 1991; Figelwicz & Zeller, 1991; Schmidgall, e altri, 1993; Weygandt, e altri, 1998*).

¹⁸ Larson, K. D., Wild, J. J., And Chiappetta, B. (2006), *"Fundamental Accounting Principles"*, 17th Ed. New York: Mcgraw-Hill.

¹⁹ Schmidgall, R.S., Geller, A.N., And Ilvento, C. (1993) *"Financial Analysis Using The Statement Of Cash Flows"*, *Cornell Hotel And Restaurant Administration Quarterly*, Vol. 34, No. 1.

²⁰ Figelwicz, R.E. And Zeller, T.L. (1991) *"An Analysis Of Performance, Liquidity, Coverage And Capital Ratios From The Statement Of Cash Flows"*, *Akron Business And Economics Review*, Vol. 22, No.1.

²¹ Mills, J.R. And Yamamura, J.H. (1998) *"The Power Of Cash Flow Ratios"*, *Journal Of Accountancy*, Vol. 186, No.4.

²² Casey, C., And Bartczak, N. (1985), *"Using Operating Cash-Flow Data To Predict Financial Distress: Some Extensions"*. *Journal Of Accounting Research*, 23.

Rappresenta la percentuale del debito che i flussi di cassa della gestione operativa (scontati dei dividendi) riescono a coprire; in altri termini è la capacità dell'azienda di riuscire a coprire il pagamento dei debiti usando la liquidità della gestione operativa meno i dividendi pagati agli azionisti. I dati derivano dal rendiconto finanziario e dallo stato patrimoniale.

*Davidson, Stickney, and Weil (1988)*²³ suggeriscono un valore almeno del 20%.

- **Cash Interest Coverage Ratio (Indice di copertura degli interessi con il flusso di cassa operativo):**

$\text{Flusso di cassa operativo} + \text{Oneri finanziari} / \text{Oneri finanziari}$ (Carslaw, e altri, 1991²⁴; Figlewicz & Zeller, 1991; Schmidgall, e altri, 1993)²⁵. Indica la liquidità attualmente disponibile per soddisfare la copertura degli interessi passivi. Più è alto il rapporto migliore risulta la capacità della società di ottemperare ai suoi debiti.

1.3.2 Indicatori di efficienza

L'efficienza si riferisce a quanto un'azienda riesce a rendere produttivi i propri assets. Gli indicatori tradizionalmente usati, basati su dati consuntivi, sono l'indice di rotazione delle attività, l'indice di rotazione dei crediti e l'indice di rotazione del magazzino. Noi descriveremo i cosiddetti Indicatori d'attività del cash flow che misurano la capacità della società di saper utilizzare gli assets esistenti. Usando questi indici l'analista sarà libero di monitorare la produzione di liquidità derivante dalle attività operative senza incorrere nelle potenziali distorsioni di natura contabile (*Figlewicz & Zeller, 1991*)²⁶.

²³ Davidson, S., Stickney, C. P., & Weil, R. L. (1988), *"Financial Accounting"*, 5th Ed. Chicago: Dryden Press.

²⁴ Carslaw, C.A. And Mills, J.R. (1991) *"Developing Ratios For Effective Cash Flow Statement Analysis"*, *Journal Of Accountancy*, Vol. 172, No. 5.

²⁵ Schmidgall, R.S., Geller, A.N., And Ilvento, C. (1993) *"Financial Analysis Using The Statement Of Cash Flows"*, *Cornell Hotel And Restaurant Administration Quarterly*, Vol. 34, No. 1.

²⁶ Figlewicz, R.E. And Zeller, T.L. (1991) *"An Analysis Of Performance, Liquidity, Coverage And Capital Ratios From The Statement Of Cash Flows"*, *Akron Business And Economics Review*, Vol. 22, No.1.

Gli indicatori di cash flow seguenti misurano l'efficienza usando i dati dei flussi di cassa.

- **Cash Return on Assets (Cash ROA):**

Flusso di cassa della gestione operativa / Totale attivo medio (Figlewicz and Zeller, 1991)²⁷. Indica la percentuale di liquidità generata dagli assets della società. Più è alto, meglio si stanno utilizzando questi assets. Il cash Roa è simile al ROA con la differenza che si utilizza per il suo calcolo il cash flow operativo che è molto più difficile da manipolare rispetto al reddito operativo utilizzato per il calcolo del ROA.

- **Cash Return on Fixed Assets:**

Flusso di cassa della gestione operativa / Totale immobilizzato medio.

Indica la percentuale di liquidità generata dall'utilizzo delle immobilizzazioni. Più è alto, meglio risulta l'efficienza delle immobilizzazioni. I dati per il calcolo di questo indicatore provengono dal rendiconto finanziario e dallo stato patrimoniale.

- **Cash Reinvestment Ratio (Indice di Reinvestimento della Liquidità):**

Incrementi nelle Immobilizzazioni e nel Capitale Operativo / Reddito operativo + Ammortamenti (Schmidgall, e altri., 1993)²⁸. Misura il grado in cui il reddito operativo sotto forma di liquidità è reinvestito nel business. Questo indicatore è utile per mettere in evidenza la percentuale degli investimenti in attività che è disponibile per essere reinvestita per la sostituzione degli assets esistenti oppure per l'espansione. Più è alto il reinvestimento, migliore sarà l'aspettativa di liquidità generata dalla gestione operativa. I dati per il calcolo provengono dallo stato patrimoniale, dal conto economico e dal rendiconto finanziario.

- **Cash Turnover (Indice di Rotazione della Liquidità):**

Fatturato / Liquidità disponibile media del periodo.

²⁷ Figlewicz, R.E. And Zeller, T.L. (1991) "An Analysis Of Performance, Liquidity, Coverage And Capital Ratios From The Statement Of Cash Flows", *Akron Business And Economics Review*, Vol. 22, No.1.

²⁸ Schmidgall, R.S., Geller, A.N., And Ilvento, C. (1993) "Financial Analysis Using The Statement Of Cash Flows", *Cornell Hotel And Restaurant Administration Quarterly*, Vol. 34, No. 1.

Mostra il numero di volte in cui la liquidità ruota in un anno. Maggiore è il numero delle rotazioni, maggiori entrate di liquidità saranno generate. I dati provengono dal conto economico e dallo stato patrimoniale.

- **Cash Balance**

Liquidità disponibile media del periodo * 365gg / Fatturato.

Indica il turnover della liquidità, in numero di giorni, integrando il Cash turnover. Minore è il numero dei giorni, migliori saranno le condizioni dell'azienda.

1.3.3 Indicatori di redditività

La redditività si riferisce alla capacità di una società di riuscire a generare un adeguato ritorno del capitale investito. Questi indicatori misurano il grado di successo o insuccesso in questa operazione. L'utile o la perdita hanno effetto sulla capacità dell'azienda di ottenere dei prestiti, sulla liquidità e sulla capacità di riuscire a crescere (Weygandt, et al., 1998)²⁹. Un analista esamina indicatori come la percentuale del costo del venduto oppure il margine di profitto. I seguenti indicatori di cash flow saranno un'ulteriore valido aiuto nella misura della redditività:

- **Earnings Quality (Qualità dei Profitti):**

Flusso di cassa della gestione operativa / EBIT (Figlewicz & Zeller, 1991³⁰; Schmidgall, e altri, 1993)³¹. Misura la capacità di raccolta di reddito operativo, cioè la percentuale di reddito operativo che si convertirà in liquidità. Un alto rapporto significa che la società ha un'alta capacità di riuscire a convertire i crediti in liquidità durante l'esercizio. I dati per il calcolo sono presi dal conto economico e dal rendiconto finanziario.

- **Cash Flow from Sales to Sales:**

Flusso di cassa della gestione operativa – dividendi / Ricavi di vendita

²⁹ Weygandt, J. J., Kieso, D. E., And Kimmel, P. D. (1998), *"Financial Accounting"*, 2nd. New Jersey: John Wiley & Sons.

³⁰ Figlewicz, R.E. And Zeller, T.L. (1991) *"An Analysis Of Performance, Liquidity, Coverage And Capital Ratios From The Statement Of Cash Flows"*, *Akron Business And Economics Review*, Vol. 22, No.1.

³¹ Schmidgall, R.S., Geller, A.N., And Ilvento, C. (1993) *"Financial Analysis Using The Statement Of Cash Flows"*, *Cornell Hotel And Restaurant Administration Quarterly*, Vol. 34, No. 1.

questo indice è molto simile al cash return on sales (cash ROS) (Weygandt, e altri, 1998)³². Misura il grado in cui la liquidità generata dalle vendite è trattenuta dal business. Un rapporto positivo indica la generazione di flussi di cassa dalle vendite. I dati provengono dal rendiconto finanziario e dal conto economico.

- **Cash Flow Margin (Margine del flusso di liquidità):**

Flusso di cassa della gestione operativa / Ricavi di vendita (Figelwicz & Zeller, 1991³³; Schmidgall, e altri, 1993³⁴). È simile al margine di profitto. Tuttavia invece di utilizzare il reddito operativo, il margine di liquidità, utilizzerà il flusso di cassa operativo per indicare la percentuale di questi ultimi sui ricavi di vendita della società. Più saranno alti questi flussi migliore è la capacità dell'azienda di tradurre le vendite in liquidità. I dati provengono dal rendiconto finanziario e dal conto economico.

1.3.4 Indicatori di copertura

Copertura o solvibilità si riferiscono alla sostenibilità finanziaria di lungo periodo di una società e alla sua capacità di coprire a lungo termine gli obblighi presi. Essa misura il grado in cui, creditori ed investitori di lungo periodo, sono protetti (Kieso, e altri, 2004³⁵). Indicatori comunemente usati dagli analisti sono: il rapporto di indebitamento, l'TIE (times interest earned) e Il BVPS (book value per share).

I seguenti indicatori di cash flow misurano la solvibilità.

- **Cash Flow to Long Term Debts:**

Flusso di cassa della gestione operativa / Debiti a lungo termine (Figelwicz & Zeller, 1991; Schmidgall, e altri, 1993). Misura l'adeguatezza dei fondi

³² Weygandt, J. J., Kieso, D. E., And Kimmel, P. D. (1998), *"Financial Accounting"*, 2nd. New Jersey: John Wiley & Sons.

³³ Figlewicz, R.E. And Zeller, T.L. (1991) *"An Analysis Of Performance, Liquidity, Coverage And Capital Ratios From The Statement Of Cash Flows"*, *Akron Business And Economics Review*, Vol. 22, No.1.

³⁴ Schmidgall, R.S., Geller, A.N., And Ilvento, C. (1993) *"Financial Analysis Using The Statement Of Cash Flows"*, *Cornell Hotel And Restaurant Administration Quarterly*, Vol. 34, No. 1.

³⁵ Kieso, D. E., Weygandt, J. J., And Warfield, T. D. (2004), *"Intermediate Accounting"*, 11th Ed. New Jersey: John Wiley & Sons.

disponibili per pagare le obbligazioni a lungo termine. Più è alto il rapporto migliore risulta la capacità dell'azienda di coprire i debiti a lungo termine con i flussi di cassa operativi. I dati provengono dal rendiconto finanziario e dallo stato patrimoniale.

- **Cash Dividend Coverage Ratio (Indice di Copertura dei Dividendi con il Flusso di cassa operativo):**

Flusso di cassa della gestione operativa / Dividendi (Figelwicz & Zeller, 1991³⁶). Misura la capacità dell'azienda di pagare i dividendi con i flussi di cassa operativi. Questo indicatore è importante per gli investitori, per gli azionisti o per i potenziali azionisti della società, in quanto una tendenza crescente dell'indice significa che la società è in grado di fornire un rendimento per questi soggetti. I dati provengono dal rendiconto finanziario.

- **Cash Return to Shareholders:**

Flusso di cassa della gestione operativa / Patrimonio netto (Figelwicz & Zeller, 1991). Indica l'ammontare di liquidità generata dagli investimenti degli azionisti. Un investitore è interessato a questo indicatore poiché misura il futuro rendimento del capitale investito. Questo indicatore è molto simile al ROCE (return on common equity) (Weygandt, e altri, 1998³⁷). Un trend di crescita è sicuramente un buon indicatore di un futuro ritorno del capitale investito dagli azionisti. I dati derivano dal rendiconto finanziario e dallo stato patrimoniale.

- **Cash Flow per Share (Flusso di Liquidità per Azione):**

Flusso di cassa della gestione operativa / Numero medio di azioni ordinarie emesse (Schmidgall, e altri, 1993³⁸). Indica i profitti per azione direttamente riferibili ai flussi di liquidità. Questo indicatore è complementare all'EPS (earnings per share), ma è preferibile ad esso poiché, mentre l'EPS è

³⁶ Figlewicz, R.E. And Zeller, T.L. (1991) *"An Analysis Of Performance, Liquidity, Coverage And Capital Ratios From The Statement Of Cash Flows"*, Akron Business And Economics Review, Vol. 22, No.1.

³⁷ Weygandt, J. J., Kieso, D. E., And Kimmel, P. D. (1998), *"Financial Accounting"*, 2nd. New Jersey: John Wiley & Sons.

³⁸ Schmidgall, R.S., Geller, A.N., And Ilvento, C. (1993) *"Financial Analysis Using The Statement Of Cash Flows"*, Cornell Hotel And Restaurant Administration Quarterly, Vol. 34, No. 1.

facilmente manipolabile per far apparire una situazione positiva laddove non lo è, il CFPS è molto più difficile da alterare, risultando più veritiero e quindi preferito dagli analisti. Un trend crescente del CFPS è indicatore di un ritorno futuro per gli azionisti.

La tabella seguente³⁹ riepiloga gli indicatori appena presentati:

Ratio	Formula	Purpose	Measurement
A. Liquidity or solvency - measures the company's short-run ability to pay its maturing obligations			
Operating Cash Flow Ratio	Cash flow from operation/ current Liabilities	Measures whether cash flows from operations will be sufficient to meet current obligations.	40% or more
Cash Ratio	Available cash/Current Liabilities	Measures the portion of the short term debts that can be paid using available cash.	Increasing trend, the higher the better
Cash Debt Coverage Ratio	(Cash flow from operations – dividends)/Total debt	Shows the % of debt that current cash flow can retire.	20% or more
Cash Interest Coverage	(Cash flow from operations + interest)/Interest	Indicates the cash actually available to meet interest charges.	Increasing trend, the higher the better
B. Efficiency or activity - measures the ability of the company in using its assets			
Cash Return on Assets	Cash flow from operations/ total assets	Indicates the % of cash generated from using total assets.	Increasing trend, the higher the better
Cash Return on Fixed Assets	Cash flow from operations/ Total fixed assets	Indicates the % of cash generated from using fixed assets.	Increasing trend, the higher the better
Cash Reinvestment Ratio	Increases in fixed assets and working capital/(Net income + depreciation)	Measures the degree to which net income in the form of cash is reinvested into the business.	8 to 10%
Cash Turnover	Cost of sales {excluding depreciation}/Available cash	Indicates the number of times cash turns over in a year.	The more number of times the better
Cash balance or Days cash balance	(Available cash x 365 days/ Cost of sales (excluding depreciation))	Shows Cash turnover in number of days.	The lesser the number of days the better

³⁹ Ibarra, Venus C (2009), “Cash Flow Ratios: Tools For Financial Analysis”, Journal of International Business Research. Jan2009 Supplement, Vol. 8.

C. Profitability or operation – measures the degree of success or failure of a company for the period			
Earnings Quality ratio	Cash flow from operations/ net income	Measures collectivity of net income; % of net income converted into cash.	Increasing trend, the higher the better
Cash Flow from Sales to Sales	(Cash flow from operations – dividends)/Total Sales	Indicates the degree to which sales generate cash.	Increasing trend, the higher the better
Cash Flow Margin	Cash flow from operations/ Total Sales	Show the ability to translate sales into cash	Increasing trend, the higher the better
D. Coverage or leverage - measures the degree of protection for long-term creditors and investors			
Cash Flow to Long Term Debts	Cash flow from operations/ Long-term Debts	Appraises the adequacy of available funds to pay long-term debts.	Increasing trend, the higher the better
Cash Dividends Ratio	Cash flow from operations/ Dividends	Measures the ability to pay dividends from cash derived from operations	Increasing trend, the higher the better
Cash Return to Shareholders	Cash flow from operations/Shareholders' equity	Measures the % of cash from operations to shareholders' equity	Increasing trend, the higher the better
Cash Flow per share	Cash flow from operations/Ave. no. of commons shares outstanding	Determines the earnings per share directly related to cash flows	Increasing trend, the higher the better

1.3.5 Indicatori di composizione delle fonti e degli impieghi

Sicuramente gli indicatori appena descritti, elaborati da studiosi come Weygandt e altri, (1998), Schmidgall, e altri, (1993), Figlewicz e Zeller (1991) e Carslaw e Mills (1991), sono fra i più rilevanti per l'analisi dei flussi di liquidità di una società, ma un ulteriore passaggio nell'analisi di questi ultimi potrebbe essere rappresentata dalla verifica, del peso, in termini percentuali, degli impieghi e fonti di ciascuna area gestionale, sul totale impieghi e sul totale fonti.

L'utilizzo della percentuale nella rappresentazione dei risultati rende più netta ed immediata l'indagine finanziaria.

In tal senso si potrebbero registrare i seguenti indici di composizione finanziaria.

Indice di composizione degli impieghi:

- (Impieghi relativi alla gestione reddituale / Totale impieghi) * 100
- (Impieghi relativi alla gestione dei finanziamenti / Totale impieghi) * 100
- (Impieghi relativi alla gestione degli investimenti / Totale impieghi) * 100

Pertanto, un totale impieghi che è in prevalenza riconducibile all'attività della gestione reddituale, denota una difficoltà da parte dell'impresa, poiché il core business anziché generare risorse finanziarie le assorbe. È questo il caso in cui i costi monetari operativi superano i ricavi monetari operativi. In questa circostanza, il giudizio da parte dell'analista non può che essere negativo. Ad ogni modo, sarebbe consigliato approfondire lo studio di tipo finanziario, verificando la natura fisiologica o patologica della condizione appena descritta. Meno preoccupante potrebbe, invece, dirsi il caso in cui si registri una prevalenza sul totale, degli impieghi relativi alla gestione dei finanziamenti. Anche in questo caso, necessiterebbe fare i dovuti accertamenti. Con riferimento all'area degli investimenti, una prevalenza sul totale impieghi, può essere considerata con favore se i deflussi finanziari sono causati in prevalenza da nuovi investimenti, siano essi correlati alle immobilizzazioni immateriali, che materiali e finanziarie. Infatti, in quest'ipotesi, in via generale, è possibile ravvisare una certa vivacità dell'impresa. Meglio se, anche in questa circostanza, l'analisi sui flussi, avvenisse sulla scorta di ulteriori informazioni.

La tabella seguente risulterà molto utile per esprimere un giudizio a seconda della composizione degli impieghi riscontrata.

ESPRESSIONE DI GIUDIZIO SUGLI IMPIEGHI	CASISTICA RILEVATA
Giudizio positivo	Nel caso in cui gli impieghi riguardino in prevalenza la gestione degli investimenti durevoli per la crescita dell'azienda ovvero per il rinnovo dei macchinari ed attrezzature obsolete
Giudizio tendenzialmente positivo	Nel caso in cui gli impieghi concernono prevalentemente il rimborso dei finanziamenti alla loro naturale e fisiologica scadenza.
Giudizio tendenzialmente negativo	Nel caso in cui gli impieghi riguardino in prevalenza il rimborso del capitale proprio o l'erogazione dei dividendi. In entrambe le circostanze si denota una scarsa attenzione dell'impresa alla patrimonializzazione anche mediante autofinanziamento (in caso di pagamento di dividendi). Altra condizione si potrebbe registrare con il rimborso dei finanziamenti, in caso di revoca immediata da parte degli istituti di credito
Giudizio negativo	Nel caso in cui gli impieghi provengano in prevalenza dalla gestione reddituale, ovvero qualora si registri, sostanzialmente, un MOL ⁴⁰ negativo, non foriero di ricchezza per l'impresa.

Dal lato delle fonti dei flussi finanziari, il discorso è sicuramente analogo ma opposto.

Indice di composizione delle fonti:

- $(\text{Fonti relative alla gestione reddituale} / \text{Totale fonti}) * 100$
- $(\text{Fonti relative alla gestione dei finanziamenti} / \text{Totale fonti}) * 100$
- $(\text{Fonti relative alla gestione degli investimenti} / \text{Totale fonti}) * 100$

Tra le situazioni prospettate, la più auspicabile, è quella che vede la produzione di flussi finanziari di estrazione reddituale. Infatti i flussi finanziari che sono il frutto di redditi positivi della gestione caratteristica non possono che rassicurare il top management sul fatto che si sta facendo bene. A seguire, un ruolo importante è assegnato anche ai flussi finanziari provenienti in prevalenza dalla gestione dei finanziamenti, meglio se relativi all’apporto di capitale proprio. Ciò denoterebbe una particolare sensibilità dell’impresa al processo di patrimonializzazione. Il che non vuol significare che il finanziamento di terzi debba essere giudicato negativo a priori, ma sicuramente oggetto di un monitoraggio.

Come la precedente tabella anche la seguente classifica i vari giudizi a seconda della composizione delle fonti stavolta.

ESPRESSIONE DI GIUDIZIO SULLE FONTI	CASISTICA RILEVATA
Giudizio positivo	Nel caso in cui le fonti di flussi finanziari provengano in prevalenza dalla gestione caratteristica, espressione dell’attività tipica dell’impresa, del suo <i>core business</i> , sostanzialmente rappresentata con un MOL positivo.
Giudizio tendenzialmente positivo	Nel caso in cui le fonti di flussi finanziari provengano in prevalenza da apporti di capitale proprio o anche da disinvestimenti relativi ad un riammodernamento o ad una riconversione delle immobilizzazioni materiali.
Giudizio tendenzialmente negativo	Nel caso in cui l’afflusso di risorse finanziarie sia in prevalenza riconducibile ad operazioni di acquisizione di finanziamenti da terzi od anche da disinvestimenti non di tipo liquidatorio, ma in ogni caso effettuati per ridimensionare la struttura organizzativa, a seguito di erronee valutazioni sulla capacità produttiva (capacità produttiva non utilizzata). Rientrano in questa casistica anche situazioni di natura straordinaria non facilmente ripetibili nel futuro (plusvalenza da alienazione).
Giudizio negativo	Nel caso in cui le fonti finanziarie provengano in prevalenza da situazioni di tipo liquidatorio, per cui i disinvestimenti hanno ormai scarso valore.

È molto importante che nelle valutazioni di giudizio relative agli impieghi ed alle fonti, non ci si limiti a considerare in modo separato i risultati che ne derivano, ma si esaminino i vincoli di complementarità e le relazioni che legano tra di loro le singole voci, in considerazione del fatto che l'azienda si configura come un unico sistema in funzionamento. Pertanto, il dato di prevalenza degli impieghi della gestione reddituale sul totale impieghi, deve rappresentare un campanello di allarme se ciò non costituisse un elemento fisiologico per l'impresa, ovvero se ciò comportasse un cash flow negativo. Diversamente, al verificarsi di un flusso di cassa reddituale positivo, con una prevalenza, quindi, delle fonti di finanziamento reddituale sugli impieghi anch'essi della gestione reddituale, il giudizio negativo che avremmo espresso se avessimo avulso dal contesto di riferimento, la percentuale degli impieghi sul totale, va riletto alla luce di queste ulteriori informazioni. In altri termini, occorre ribadire come è importante che i giudizi di merito sopra riportati siano espressi in un'ottica di insieme e, quindi, non tralasciando il confronto tra gli impieghi e le fonti delle varie aree reddituali.

1.4 Le molteplici possibilità di utilizzo dell'analisi dei flussi di liquidità

Gli indicatori di cash flow giocano un ruolo centrale nell'analisi finanziaria delle società. Creditori, investitori, managers utilizzano spesso gli indicatori finanziari, nell'industria di qualsiasi settore, per effettuare misurazioni qualitative con scopi previsionali, esplicativi e descrittivi (Barnes 1987)⁴⁰.

L'obiettivo è la valutazione delle performance delle società, l'analisi della liquidità, la stima dei profitti futuri, l'analisi della competitività, la previsione di fallimenti e la valutazione del cash flow potenziale.

In passato l'utilizzo di questa tipologia di indicatori era molto sottovalutata e rispetto alla categoria più ampia degli indicatori finanziari, quella degli indicatori di cash flow ha avuto pochissima considerazione da parte degli studiosi del settore. Soltanto negli ultimi venti anni lo studio dei flussi di cassa è stato approfondito,

⁴⁰ Barnes Paul, *"The Analysis And Use Of Financial Ratios: A Review Article"*, Journal Of Business Financial And Accounting, Vol. 14, No. 4.

soprattutto nella letteratura anglosassone e purtroppo, in maniera molto più ridotta, anche nella nostra.

Nel nostro paese, fra le PMI che già realizzavano il rendiconto finanziario prima dell'OIC10, soltanto alcune utilizzavano davvero in modo costruttivo i dati che ne derivavano non riuscendo a cogliere le sue potenzialità di utilizzo.

L'indagine sulla composizione del cash flow è senz'altro l'utilizzo principale che viene fatto dei flussi riportati sul rendiconto finanziario, con lo scopo di conoscere le condizioni attuali della società.

Ma non bisogna dimenticarci che l'analisi dei flussi finanziari può essere utilizzata come un'eccellente strumento previsionale per la direzione della società; la redazione di un cash flow previsionale, in cui vengono inseriti i flussi di cassa futuri, in entrata e in uscita, è e rimane un elemento fondamentale nella redazione di un buon business plan.

Gli indicatori di cash flow sono impiegati per la valutazione delle performance aziendali attuali, ma anche prospettiche, nelle analisi di competitività, nelle previsioni di crisi societaria, nei piani di risanamento o nelle procedure concorsuali.

Le banche, ad esempio, utilizzano questi indicatori nelle cosiddette “clausole di covenant” dei finanziamenti. In pratica il tasso di interesse applicato al finanziamento concesso dalla banca, viene agganciato ad alcuni indicatori; se le performance della società finanziata peggiorano i tassi applicati aumentano.

Concludiamo con una citazione tratta da “The power of cash flow ratios” di Mills, J.R. e Yamamura, J.H. del 1998⁴¹ per ribadire, ancora una volta, l'importanza dell'analisi del cash flow:

“To fully understand a company's viability as an ongoing concern, an auditor would do well to calculate a few simple ratios from data on the clients cash flow statement (the statement of sources and uses of cash). Without that data, he or she

⁴¹ Mills, J.R. And Yamamura, J.H. (1998) *“The Power Of Cash Flow Ratios”*, *Journal Of Accountancy*, Vol. 186, No.4.

could end up in the worst possible position for an auditor—having given a clean opinion on a client's financials just before it goes belly up. “

2 Accenno alle caratteristiche del settore

2.1 Il settore cartario lucchese

2.1.1 Il distretto cartario di Lucca

Quando si vedono "distese" lungo l'autostrada A11 che da Firenze porta al mare della Versilia, vicino all'uscita di Capannori, è difficile immaginare che quelle fabbriche fumanti in funzione 24 ore al giorno producano bobine pronte per essere trasformate in beni essenziali e universali, che usiamo tutti, tutti i giorni, per tutta la vita: carta igienica, fazzoletti e tovaglioli di carta, salviette e "rotoloni" asciugatutto. Ed è ancor più difficile immaginare che qui, nella piana di Lucca e nella vallata della Garfagnana attraversate dal fiume Serchio, in poco più di trent'anni sia "esplosa" un'industria che oggi non ha rivali in Europa nella produzione di carta per uso igienico-sanitario, quella che gli addetti ai lavori chiamano tissue e che ha il grande vantaggio di essere poco legata all'andamento generale dei consumi e ai portafogli dei cittadini. Per coglierne l'importanza basta un solo dato: da quest'area arriva il 75% di tutto il tissue prodotto in Italia.

Dunque un distretto – che ha il secondo, importante pilastro produttivo nel cartone ondulato per imballaggi, e un'appendice strategica nella progettazione e costruzione di macchine per la carta tissue – che nel 2011 ha toccato, secondo le stime di Assindustria Lucca, il fatturato record di 3,85 miliardi di euro (+4%), senza contare la meccanica applicata alla carta che vale altri 500 milioni; un distretto che ha alle spalle un decennio di crescita interrotto solo nel 2009, che ha portato un fatturato aggiuntivo di mille milioni; e che poco assomiglia ai distretti industriali del resto della Toscana (e di gran parte d'Italia), perché qui le aziende non sono piccole e micro ma medie e grandi, e perché le imprese familiari come Sofidel, Cartiera Lucchese, Industrie Cartarie Tronchetti, Pieretti, Mondialcarta, Ondulati Giusti, convivono e competono con multinazionali svedesi (Sca Hygiene), inglesi (Ds Smith) e anglo-olandesi (Smurfit Kappa Packaging), e con gruppi familiari tedeschi come Wepa,

Nel complesso, il settore cartario e cartotecnico del distretto comprende più di 100 aziende con un fatturato pari a quasi 3.500 milioni di euro, ed un numero di occupati oltre le 6.500 unità. Questi numeri sono solo parte del distretto, che al suo interno ha una componente del settore metalmeccanico, in particolare quello legato alla produzione dei macchinari, (con un fatturato di oltre 2.500 milioni di euro ed un numero di occupati di oltre 8.000 unità) ed un indotto trasversale su più eco_settori di attività merceologica, inclusi i servizi.

Il 78% delle imprese è costituito da cartiere che producono carta per ondulatori, tissue e cartoni per usi industriali, alimentari e imballi, mentre il restante è costituito da cartotecniche.

Il Distretto, con circa 900.000 tonnellate annue, detiene il controllo di circa l'80% della produzione nazionale di carta tissue (17% del dato europeo) e, con circa 1.000.000 tonnellate annue, un valore prossimo al 40% della produzione di cartone ondulato nazionale (5% del dato europeo).

Tipologie di produzione

<i>Carta per ondulatori</i>	<i>Carta tissue</i>
950.000 T/anno	900.000 T/anno
40% totale Italia	80% totale Italia
5% totale Europa	7% totale Europa

Tipologie di trasformazione

<i>Carta per ondulatori</i>	<i>Carta tissue</i>
▼	▼
Cartone ondulato in fogli, imballaggi in c.o	Prodotti per uso igienico

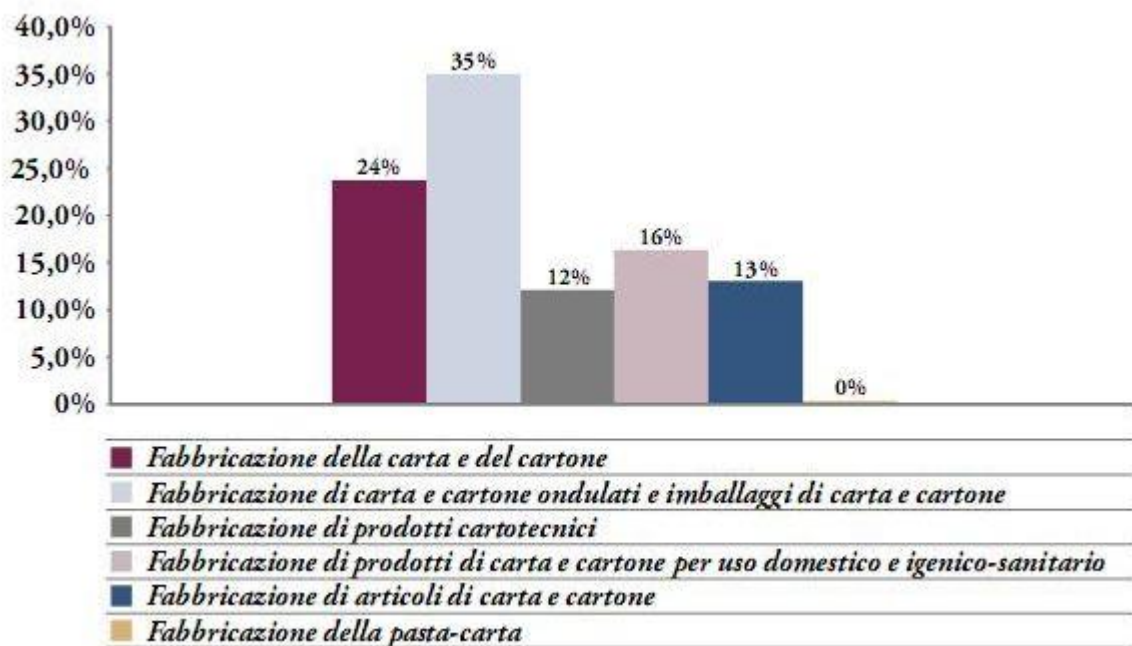
Gli addetti del settore cartario per eco settori di produzione⁴²

L'export nell'industria cartaria è circa 700 milioni di euro, ed è tra i principali protagonisti, assieme alla meccanica e alla cantieristica, dell'export provinciale. Più dell'80% delle esportazioni è destinato ai Paesi Europei: Francia, Germania, Grecia, Paesi Bassi, Spagna, Svizzera e Austria sono i mercati principali, ma non sono da considerare di minore importanza il Regno Unito, l'Ungheria, la Slovenia, il Portogallo, la Polonia e la Repubblica Ceca.

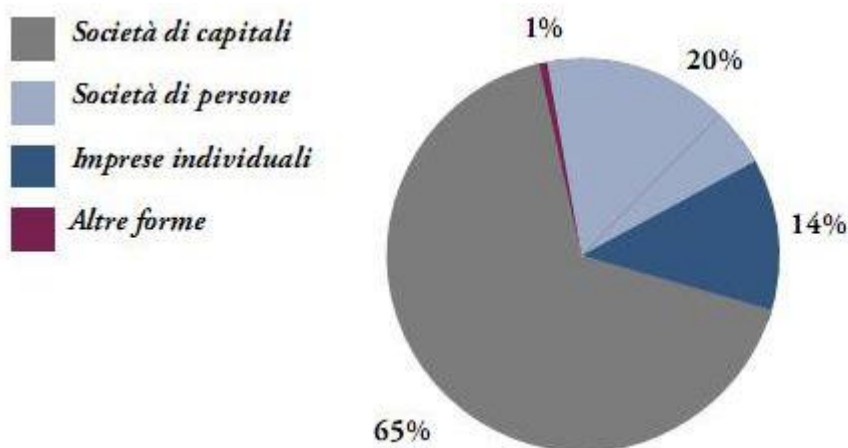
L'industria cartaria e cartotecnica rappresentano, insieme con l'industria metalmeccanica, più del 50% della forza lavoro impiegata ed oltre il 60% del

⁴² Camera Di Commercio Di Lucca, Il Settore Cartario

fatturato industriale della provincia di Lucca. Accanto alle imprese del settore della carta, caratterizzate da un elevato know-how e un'alta specializzazione, sono presenti numerose altre attività manifatturiere e di servizi legate a tutta la filiera produttiva ed appartenenti per lo più all'eco settore meccanico, elettrico, elettronico, con una forte integrazione verticale del ciclo produttivo.



Le imprese cartarie per eco settori di produzione⁴³



Le imprese cartarie per forma giuridica⁴⁴

⁴³ Camera Di Commercio Di Lucca, Il Settore Cartario, imprese cartarie per settori di produzione

⁴⁴ Camera Di Commercio Di Lucca, Il Settore Cartario, imprese cartarie forma giuridica

È stato proprio il tissue, negli ultimi anni, a tenere al riparo dai venti di crisi il distretto, compensando le battute d'arresto del cartone per imballaggi (che ha margini inferiori), legato a doppio filo alla congiuntura industriale.

2.1.2 Il Tissue

Il settore tissue nella realtà economica lucchese è molto sviluppato e le aziende hanno avuto un forte processo di integrazione finanziaria all'interno della filiera produttiva: si sono infatti costituiti grossi gruppi caratterizzati dall'integrazione che va dalla produzione alla commercializzazione del prodotto finito.

L'importanza assunta dalle imprese lucchesi operanti nel tissue diviene ancor più evidente considerando il rapporto tra la relativa produzione italiana e quella lucchese, pari all'80% del totale.

Le aziende lucchesi si caratterizzano per essere tra le più dinamiche del mercato basando le loro politiche di marketing su fattori quali la qualità e, soprattutto, la comunicazione. A conferma di quanto il tissue punti sulle grandi marche si pensi ad esempio a marchi come Foxy realizzato dalle Industrie Cartarie Tronchetti, Regina dalla Soffass, Ecolucart dalla Cartiera Lucchese, Tempo dalla Sca Packaging ed altri, ormai affermati sul mercato della grande distribuzione.

Ovviamente l'ingresso nella grande distribuzione obbliga le aziende lucchesi operanti nel tissue ad essere sempre molto competitive a livello di prezzi e, pertanto, sono obbligate ad avere macchinari sempre all'avanguardia per aumentare la capacità produttiva e migliorare la qualità del prodotto.

Recentemente alcune delle maggiori aziende lucchesi operanti nel tissue hanno realizzato una strategia di presenza diretta all'estero portando in altri Paesi la produzione e la commercializzazione. Tale processo di internazionalizzazione può essere visto come un'accresciuta capacità di proiettarsi al di fuori del mercato locale, oltre che come un chiaro segnale di sapersi muovere fuori dei confini naturali.

I punti di forza dell'impresa lucchese operante nel settore tissue, soprattutto se di grandi dimensioni ed appartenente ad un gruppo integrato sono rappresentati dal fatto che:

- la sua produzione può andare dalla carta al prodotto finito (fazzoletti, carta igienica, tovaglioli);
- è conosciuta sul mercato ed ha una sua quota di mercato;
- ha sviluppato una politica di marketing volta a far conoscere il suo marchio al consumatore finale;
- ha affrontato il problema della crescente forza della grande distribuzione conquistandosi i suoi spazi e producendo marchi commerciali;
- ha una buona propensione all'esportazione e può aver adottato un processo di internazionalizzazione;
- possiede macchinari tecnologicamente avanzati rivolti all'abbassamento dei costi di produzione, ad una migliore qualità e differenziazione di prodotto;
- può usufruire di un indotto che le pone a disposizione professionalità adeguate, imprese operanti nel settore meccanico e che quindi le possono fornire macchinari e manutenzione sia ordinaria che straordinaria, aziende di servizi, di trasporto oltre alle infrastrutture presenti sul territorio.
- ha sviluppato processi produttivi molto efficienti (ad esempio bassi consumi di energia e di acqua)

2.1.3 Il cartone ondulato

La filiera lucchese del cartone ondulato, ha iniziato negli anni '50 una crescita dimensionale che, negli anni '70, ha portato alla coesistenza tra grandi ed efficienti imprese e stabilimenti ormai obsoleti.

La congiuntura favorevole degli anni '80 determinò un processo di selezione che portò le aziende più forti alla ristrutturazione aziendale e all'integrazione verticale con un conseguente aumento dimensionale, che vide molti imprenditori costretti,

per problemi finanziari o per problemi di successione, a cedere la proprietà dell'azienda a multinazionali, interessate alle imprese lucchesi sia per il loro impiego di tecnologia rivolta al recupero della carta da macero, sia per ottenere una presenza diretta sul territorio.

Oggi il settore della carta per ondulatori è quasi del tutto integrato con il comparto del cartone ondulato e con quello delle scatole in ondulato, così come molte imprese operanti nella prima trasformazione si sono integrate sia a monte che a valle, mentre la seconda trasformazione si è integrata a monte nella trasformazione di fogli in ondulato. Ne risulta, in questo caso, una completa fusione fra cartario e cartotecnico che ci consente di parlare del comparto cartone ondulato come un intreccio molto complesso di relazioni fra imprese. Considerando i singoli segmenti del comparto del cartone ondulato, inteso come produzione di carta per ondulatori (cartone) e scatole in ondulato, si hanno:

- carta per ondulatori (cartone): circa il 40% della produzione nazionale viene fabbricata a Lucca; e venduta per successive trasformazioni o integrata a valle;
- fogli: la produzione supera il 20% del dato nazionale e trova sbocco essenzialmente sul mercato interno;
- scatole: la produzione lucchese rappresenta circa l'8% rispetto al dato nazionale e trova sbocco sul mercato interno.

La filiera del cartone ondulato è un settore strettamente dipendente dall'andamento e dalle strategie delle multinazionali, con un tasso di crescita basso dovuto ad una fase di raggiunta maturità.

Il settore del cartone ondulato ha un forte legame con il territorio e nel corso degli anni si è avuta una vera e propria specializzazione produttiva tale che l'industria cartaria/cartotecnica lucchese può essere vista come un sistema locale di imprese che si estende dalla Piana alla Media Valle del Serchio fino a raggiungere la Garfagnana.

Accanto agli elementi ambientali che hanno determinato la nascita e lo sviluppo del settore, la sua permanenza sul territorio è dovuta alla presenza di manodopera specializzata e allo sviluppo di un indotto di notevole importanza. È di particolare rilievo quello legato alle aziende metalmeccaniche per la produzione di impianti per il settore cartario e la manutenzione degli stessi, oltre a quello delle aziende di trasporti, nonché meno importante lo sviluppo di imprese fornitrici di servizi.

2.2 La struttura dei costi del comparto tissue

L'industria cartaria, nello specifico quella del tissue, all'interno del panorama industriale, si caratterizza per essere un'industria a processo continuo, che lavora cioè fino a 350 giorni all'anno e su cicli continui, per effetto del rilevante impiego di capitali che richiede. L'acquisto di una macchina continua necessita, infatti, di investimenti dell'ordine di decine di milioni di euro e per recuperare l'investimento occorre un uso intensivo delle macchine, analogo a quello, per fare alcuni esempi, della chimica di base e della siderurgia. L'impresa cartaria è dunque mediamente più grande di un'industria trasformatrice e caratterizzata, nella struttura dei costi:

- Da un forte peso delle materie prime, che incidono dal 30 al 60% sui costi di produzione a seconda che si parta da carta da macero o da cellulosa; anche il rapporto di cambio dell'euro nei confronti del dollaro, valuta principe nei mercati delle materie prime, influenza pesantemente il risultato di bilancio; tutto ciò vale sia in termini negativi, nei momenti di picchi di domanda e di scarsità di offerta di cellulosa, ma anche nei momenti positivi, come nel 2009 quando la crisi globale ha ridotto la domanda di cellulosa e ne ha favorito un contenimento dei prezzi.
- Da costi di trasporto che hanno un'importanza molto elevata, in quanto possono arrivare fino all'8% del valore finale del prodotto (Cattani, 1994)⁴⁵; questo elemento vincola le opportunità di esportazione del

⁴⁵ Cattani G. (1998), *“Strategia Di Sviluppo E Fattori Critici Di Successo. Il Caso Delle Aziende Produttrici Di Casta Tissue A Lucca”*, Studi E Note Di Economia, n.3, Roma.

prodotto finito e induce le imprese ad aprire stabilimenti produttivi nei paesi di cui si vuole servire la domanda.

- Da costi energetici che incidono pesantemente (circa il 30%) sul costo di produzione (Lucense, 2013)⁴⁶. Tali costi sono spesso la prima voce di costo della produzione. Basti pensare che l'indice che definisce le imprese a forte consumo di energia in Italia (rapporto tra costi di acquisto dei prodotti energetici e fatturato ai fini dell'applicazione dell'imposta sul valore aggiunto) varia da un minimo del 5% circa fino a valori anche superiori al 40%. Ciò qualifica il settore cartario tra i più energy intensive dell'intero comparto manifatturiero. L'elevata incidenza del costo dell'energia deriva dalla caratteristica intrinseca del processo di fabbricazione della carta che richiede grandi quantità di energia termica per unità di prodotto rendendo il costo dell'approvvigionamento energetico un elemento fondamentale su cui si costruisce la competitività delle cartiere. Anche se le innovazioni nel risparmio energetico sono state numerose e hanno consentito di ridurre il consumo di energia di circa il 20% nel corso dell'ultimo decennio (Assocarta, 2014)⁴⁷; in aggiunta, l'introduzione di impianti fotovoltaici e di cogenerazione all'interno del ciclo produttivo contribuisce per almeno il 50% del fabbisogno energetico delle cartiere (Lucense, 2013).
- Oltre a elevati investimenti in capitale fisso e in tecnologia, sono necessari anche investimenti nel marketing e nella promozione, e quindi in asset di forma intangibile, necessari allo sviluppo dei brand aziendali che a differenza dei private labels, cioè delle lavorazioni per conto terzi, garantiscono un margine più alto.
- Il peso del costo del lavoro si aggira invece intorno al 10%, pur non essendo tra le componenti più rilevanti del costo di produzione della carta. La qualità delle risorse umane richiesta è assai elevata e spostata sulle fasce contrattuali più alte, conseguenza della complessità del ciclo cartario e

⁴⁶ Lucense (2013), *"Elaborazione Di Strategie Tecnico Produttive Di Filiera"*, 31 ottobre 2013, Mimeo, Lucca.

⁴⁷ Assocarta (2014), *"L'industria Cartaria Nel 2013"*, Roma

dell'interdisciplinarietà che lo caratterizza. Le tecnologie del processo cartario sono infatti chimiche, per quanto concerne l'impasto delle fibre con acqua, cariche e altri ausiliari; meccaniche, con riferimento alla macchina continua; elettroniche per quanto attiene al controllo di processo, oramai effettuato attraverso postazioni elettroniche in grado di segnalare gli eventuali inconvenienti e di consentire la loro sollecita rimozione, sempre per la necessità di interrompere il meno possibile il ciclo produttivo e di garantire una costanza qualitativa del prodotto finito.

2.2.1 Le criticità del settore:

2.2.1.1 Il prezzo della cellulosa

L'analisi sulla struttura dei costi delle imprese del tissue, tanto quella relativa ai big mondiali del settore, che quella che si riferisce alle medie imprese italiane o del distretto di Lucca, evidenzia il forte peso degli acquisti di cellulosa. La componente più importante dei costi di produzione diventa un fattore ancor più critico se consideriamo l'elevata variabilità dei prezzi della cellulosa, che sono determinati a livello internazionale da una molteplicità di fattori, sia tecnici, che economici, che geopolitici.

Infatti, il suo prezzo di acquisto da parte delle imprese lucchesi non è determinato solo dal rapporto tra domanda e offerta, ma anche dal prezzo dell'energia (che influisce sui costi di produzione della cellulosa), dal rapporto di cambio euro/dollaro (in quanto il prezzo internazionale è fissato in dollari), dalla tipologia del contratto di acquisto (CIF o DAP), e da altre variabili anch'esse esogene all'intervento dell'impresa. L'alta variabilità dei prezzi della cellulosa comporta che i costi di produzione e, soprattutto, i margini aziendali non siano facilmente prevedibili, con effetti di incertezza nelle decisioni aziendali su investimenti, business Plan e strategie di crescita.

Il raddoppio, o il dimezzamento, dei prezzi mensili della cellulosa nel corso del periodo ha un forte impatto sui bilanci aziendali, se consideriamo che le importazioni italiane di cellulosa rimangono costanti nell'intorno di 3,4 milioni di tonnellate.

A fronte delle evidenti incertezze negative causate dalla variabilità dei prezzi, giova comunque ricordare un elemento di favore avvenuto nel 2009, quando con la crisi economica sono crollati i prezzi di tutte le materie prime, cellulosa compresa, mentre la componente anticiclica presente nella produzione di tissue ha determinato una costanza nella produzione e nelle importazioni di cellulosa, a prezzi notevolmente inferiori rispetto all'anno precedente, che ha favorito i bilanci aziendali.

Merita precisare che ogni azienda ha in realtà un certo sconto rispetto al prezzo della quotazione internazionale, che in alcuni casi può arrivare fino al 20%.

La variabilità dei prezzi internazionali nel corso del periodo 2003-2013 è stata molto alta, e diventa una variabile esogena di elevato impatto sull'economia aziendale.

Sui prezzi incidono anche le modalità dei contratti di acquisto e la tipologia della cellulosa stessa.

I contratti di acquisto della cellulosa vengono generalmente effettuati con un approvvigionamento su base mensile, con contratti CIF, che limitano la consegna della cellulosa nel porto, o con contratti DAP, che consegnano invece la cellulosa presso la cartiera.

Vi sono varie tipologie di cellulosa. La tassonomia più importante divide tra cellulosa a fibra lunga (BSK) e cellulosa a fibra corta (BIK): la prima è ottenuta dalle piantagioni di abete, pino e larice, con ferisce resistenza a secco (fondamentale nella produzione di tissue) e resistenza allo strappo; la fibra corta fa invece riferimento alle piantagioni di pioppo, eucalipto, betulla, garantendo morbidezza alla

La tendenza è quella di utilizzare un mix delle due differenti tipologie di fibre, mediamente con un 40% di fibra lunga e un 60% di fibra corta (Vitali 2016)⁴⁸.

Il processo in atto mostra infatti una modifica della qualità di cellulosa importata nel corso del tempo, la progressiva sostituzione delle fibre lunghe (ottenute dalle

⁴⁸ Vitali G. (2016) *“La Filiera Del Distretto Cartario Di Lucca”*, Franco Angeli.

piantagioni di abete, pino e larice) al posto delle fibre corte (pioppo, eucalipto, betulla): mentre nel 2001 le fibre lunghe rappresentavano solo un terzo del totale, nel 2014 esse raggiungono quasi la metà della cellulosa importata (Assocarta, 2015).

2.2.1.2 Private label vs. branded

Nel corso degli ultimi decenni è profondamente cambiata la modalità di distribuzione e di commercializzazione del prodotto tissue a causa della crescente importanza del prodotto private label gestito direttamente dalla Grande Distribuzione Organizzata.

Sul mercato europeo il prodotto branded possiede circa il 47% della quota di mercato contro il 53% del private label (SCA, 2014). In alcuni paesi, quali Germania e Spagna, il peso del private label è nettamente superiore alla media europea, e in Germania raggiunge l'80% in alcuni prodotti tissue (come la carta da cucina, per esempio). Tra i paesi molto al di sotto della media europea sono i paesi scandinavi, mentre in Italia la quota di private label è del 40% circa.

Generalmente il peso del private label è più alto laddove la GDO è meglio organizzata e ha un elevato potere di mercato, come accadde con Tesco nel Regno Unito, Carrefour in Francia, Aldi, Lidl e Metro in Germania, Migros in Svizzera e ICA in Svezia. Nei paesi dell'Europa dell'Est la GDO si sta sviluppando, non vi sono ancora distributori dominanti e il peso del tissue branded è più elevato.

Negli Stati Uniti il private label vale circa un quarto del mercato, grazie alla presenza di grandi imprese del cartario che contrastano il potere della Grande Distribuzione Organizzata.

Il mercato del private label è in crescita non solo quantitativa ma anche qualitativa, con la creazione di nuovi segmenti di consumo che si associano a quello tradizionale del low-cost.

In Italia, la crisi dei consumi successiva al 2010 ha portato a un peso eccessivo di vendite promozionali dei prodotti tissue, che arrivano a coprire anche l'80% delle vendite annuali, e rendono il mercato poco fidelizzato. Un trend pericoloso per i

prodotti branded, che ha spinto però le imprese del tissue a investire in innovazione e pubblicità.

Naturalmente, la lotta tra marchi e private label è un processo non certo limitato al settore tissue ed è in atto da molto tempo in Europa, con la quota dei marchi privati di tutti i beni di consumo che è salita nel corso degli anni 2000.

Nonostante ciò i grossi marchi hanno comunque ottime probabilità di resistere, tanto è vero che le multinazionali dei beni di consumo tendono a conservare i brand global, adattandoli ai gusti locali e a cedere invece i marchi locali, con la strategia di esprimere un'identità comune in tutti i mercati (come nel caso del marchio Pampers), utilizzando innovazione e campagne pubblicitarie. Al contrario, è più difficile il mantenimento dei marchi delle medie imprese non globali, la cui quota di mercato si è ridotta dal 41% al 34% (Mocchi e Monticelli, 2014)⁴⁹, perché non hanno dimensioni adeguate per fronteggiare efficacemente la GDO.

In questo contesto, i leader del mercato tissue italiano sono avvantaggiati dalle Piccole imprese nell'affrontare questa difficile situazione di mercato, attente sia a difendere il proprio marchio che a posizionarsi nei nuovi segmenti "premium" delle private label.

2.2.1.3 Eterogeneità del mercato tissue

I segmenti di business compresi nel comparto del tissue sono essenzialmente due: tissue per la famiglia/retail/consumer e tissue per il professionale (AFH - Away From Home). Il primo segmento comprende i prodotti destinati alle famiglie, quali carta igienica, asciugatutto, tovaglie, tovaglioli, fazzoletti; il secondo segmento contiene rotoli asciugatutto di grandi dimensioni, lenzuolini medici, rotoli di carta igienica, e altri prodotti cartari destinati ai settori alberghieri, ristorazione, pulizie ambientali, stazioni di servizio, enti pubblici ecc.

Inoltre, un terzo segmento minoritario è quello dei jumbo roll, bobine di carta prodotte dalle cartiere e vendute alle imprese del converting (Bianchi Martini e

⁴⁹ Mocchi D. e Monticelli A. (2014), *"L'impatto Della Crisi Economica Sul Distretto Cartario Di Lucca"* Relazione presentata alla XXXV Conferenza AISre, Padova.

Corvino, 2012)⁵⁰, che a loro volta sono attive nei prodotti tissue dei due segmenti suddetti.

In ogni segmento del tissue, il concetto di differenziazione di prodotto è molto presente e si riflette in prodotti definiti sulla base di gusti e abitudini nazionali che rendono il mercato europeo molto disomogeneo e segmentato al proprio interno (Vitali, 2016)⁵¹. Ad esempio, i pacchetti tascabili di fazzoletti di carta e le veline in box rappresentano in Europa un valore di mercato superiore a 1,4 mld di euro, ma rappresentano due segmenti con sviluppi differenti tra i paesi europei: mentre nel Regno Unito (e negli Stati Uniti) si è sviluppata un'ampia diffusione di veline/fazzoletti in scatola — cosiddetti "cellstof box" — mentre nel resto dell'Europa continentale ha preso piede il formato pocket. I due formati differenti comportano anche modalità produttive molto diverse: da una parte, macchinari specifici per ripiegare il tissue che deve essere inserito nella confezione tascabile, dall'altra, macchinari specifici per il tissue che viene inscatolato nelle confezioni di cartoncino. Lo sfruttamento di economie di scala a livello di stabilimento favorisce la specializzazione d'impresa nel mercato "pocket" o nel mercato "box". In questo modo, anziché operare in un unico mercato domestico ormai libero da barriere tariffarie e non tariffarie, le imprese dei fazzoletti si trovano in mercati segmentati dai gusti dei consumatori, che limitano la concorrenza (cioè il numero di imprese presenti) in ogni segmento specifico.

Altre forme di differenziazione di prodotto relative al caso dei fazzoletti, Sono quelle che riguardano il profumo della carta e il disegno sul packaging (preferiti in Germania e Austria), oppure il colore vivace dei fazzoletti (in Portogallo), o la forma (i finlandesi vogliono utilizzare fazzoletti quadrati e piegati due volte, mentre i francesi li preferiscono compatti), o le rifiniture (i polacchi premiano l'eleganza) (Vitali, 2016).

L'esempio relativo ai fazzoletti di carta può essere esteso a gran parte dei prodotti tissue, in quanto tanto nella carta igienica (grado di bianco, morbidezza, numero

⁵⁰ Bianchi Martini S. e Corvino A. (2012), *"Sofidel"*, In Coda V. Et La, "Valori D'impresa In Azione", EGEA, Milano.

⁵¹ Vitali G. (2016) *"La Filiera Del Distretto Cartario Di Lucca"*, Franco Angeli.

di veli ecc.), quanto nei rotoli da nelle tovagliette, nei tovaglioli, e così via, gli operatori commerciali riescono ad individuare numerose specificità nazionali, o semicontinentali (se dividiamo tra Europa centrale e Europa Mediterranea, oppure tra Europa Occidentale e paesi dell' Est europeo), che segmentano il mercato dei tissue. Anche per tale motivo, la struttura dell'offerta è abbastanza frammentata, con molte imprese specializzate nel servire una singola nicchia di mercato.

Gli operatori commerciali del tissue rilevano anche diverse modalità di accettazione e di diffusione geografica delle vane innovazioni di introdotte nel settore nell'ultimo decennio. Per esempio, in Germania è appena nata la carta igienica umidificata, nel Regno Unito ha invece avuto successo la carta igienica contenente aloe vera, mentre la Norvegia ha mostrato di preferire il tissue di carta riciclata e senza marchio.

Anche la forma della carta igienica conta nel segmentare il mercato, in quanto Si può preferire il rotolo di dimensione normale, oppure il "rotolone", quello bianco o quello colorato, quello liscio o quello goffrato.

Le preferenze dell'Italia sono oggetto di studi specifici (Mark-Up, 2009) e vedono la presenza di due grandi segmenti: il rotolo standard, che determina il 78% delle vendite a volume e il 600/0 a valore, e il segmento dei rotoloni, che rappresenta il 22% del mercato a volume e 40% a valore. Dentro 24 per rotolone Si intende il rotolo con un numero di strippi superiore ai 300-350. e almeno volte il formato del rotolo standard.

Dentro quest'ultimo segmento la leadership è del marchio Regina, del gruppo Sofidel, che è la prima impresa a mettere sul mercato questa nuova tipologie di prodotto, che raggiunge i 500 strappi (quando le standard era di soli 200 strappi), sia per conquistare nuovi clienti, sia per sfruttare vantaggi di tipo logistico lungo tutta la filiera distributiva (legati al minor consumo di spazio nel trasporto e nello stoccaggio del prodotto finito, nonché nel posizionamento sullo scaffale della Grande Distribuzione Organizzata).

L'evoluzione dei gusti dei consumatori viene guidata dalla pubblicità e da varie strategie commerciali. che hanno indotto i consumatori a preferire per un periodo

la carta igienica colorata (colori piastrellati, in primis), per un altro periodo il classico colore bianco, successivamente si sono richieste le aggiunte di decorazioni, rilievi, goffrature varie, profumazione, inserimento di fibra di cotone per maggiore morbidezza, e così via in un crescendo di piccole ma continue modifiche.

In ultimo, occorre ricordare il riferimento alla sensibilità ecologica del consumatore, con la crescita del segmento di consumo green che privilegia il tissue riciclato. In quest'ambito abbiamo già descritto in precedenza l'innovazione di processo attuata da Lucart nella lavorazione del riciclo, che porta ad un prodotto con un grado di bianco molto elevato (raggiunge gli 85 punti percentuali) quasi indistinguibile dalla produzione in cellulosa pura.

Infine, anche nella "carta casa" si nota un'evoluzione dei consumi, che privilegia il prodotto premium di qualità a scapito del prodotto standard, con il primo caratterizzato dal decoro (stampa in quadricromia) e da un elevato grado di assorbenza- Il mercato della carta da cucina è diviso tra rotolo standard, che rappresenta il 65% delle vendite a volume, ma solo il 44% a valore, rotoloni (31% a volume e 41% a valore), e il segmento in crescita delle bobine da cucina (3% a volume e 4% a valore).

2.2.2 I vantaggi del distretto lucchese nella formazione del vantaggio competitivo

All'interno dei vincoli imposti dal settore, il vantaggio competitivo delle imprese viene determinato dal saldo tra numerosi fattori positivi, sia esterni che interni al distretto, che favoriscono la competitività delle imprese, ed altri fattori che invece ne determinano la debolezza. Incominciamo dall'analisi di questi ultimi, dividendone l'esposizione tra criticità endogene al distretto lucchese e criticità esogene.

Tra i fattori critici di tipo endogeno e strutturale quello più importante è probabilmente l'esistenza di una struttura proprietaria essenzialmente familiare, che è la premessa di una possibile carenza di risorse manageriali e finanziarie, sebbene in alcuni casi abbia comunque consentito la costituzione di imprese leader con un fatturato di centinaia di milioni di euro. Inoltre — è un'osservazione

importante per molte aziende italiane di media dimensione e non quotate — la presenza di azionisti caratterizza da appartenenza ad una stessa famiglia potrebbe, in futuro, essere motivo di divergenze strategiche nei momenti di successione familiare.

Oltre a questa caratteristica specifica alle imprese locali, si individuano anche delle componenti critiche che sono al controllo dell'impresa e rendono complessa la gestione del business cartario: l'elevato costo dell'energia, sia in termini assoluti che rispetto ai concorrenti europei; la fluttuazione dei costi della materia prima, la cellulosa, che essendo importata in Italia un prezzo definito a livello internazionale, dipendente sia dal rapporto di cambio dollaro/euro, che dalla domanda mondiale; il ruolo della Grande Distribuzione Organizzata, che non solo determina gran parte della domanda sotto forma di private label, ma intermedia anche gran parte della rimanente produzione con marchio aziendale (branded).

I fattori critici di tipo esogeno sono parzialmente superabili con il ricorso alle moderne strategie manageriali che portano l'impresa dall'orientamento verso il prodotto all'orientamento verso il mercato. Con una strategia orientata al prodotto l'impresa distrettuale sfrutta solo i suoi tradizionali punti di forza, basati sulla qualità del prodotto finale e sull'efficienza produttiva, derivanti dallo sfruttamento delle economie distrettuali di cui godono le imprese di Lucca.

Al contrario, impostare una strategia orientata al mercato, necessaria per gestire i processi di evoluzione della società e della globalizzazione, comporta tenere conto di un più ampio range di variabili esogene, sulle quali l'impresa non esercita un controllo diretto e non può utilizzare le sue competenze più tradizionali. Occorre infatti governare l'evoluzione di tutti gli attori del mercato (e non solo dei clienti), quali sono i distributori, i concorrenti, le istituzioni ecc. Su tale sfida si stanno cimentando le imprese del distretto, con investimenti soprattutto di tipo organizzativo, manageriale e di comunicazione aziendale.

A fronte dell'elenco delle criticità a cui vincolato il distretto cartario, possiamo indicare un altro lungo elenco di fattori positivi che ne rafforzano la competitività a livello internazionale. La determinante principale della crescita delle imprese di

successo fa riferimento alle economie distrettuali, alla qualità del prodotto e alla crescita internazionale".

I fattori competitivi più significativi, Oltre alla (già ricordata) storica disponibilità di acqua di falda, insistono in modo particolare sulle esternalità economiche positive che la localizzazione distrettuale consente, quali:

- la presenza di costruttori di macchinari con cui interagire sin dalle fasi della progettazione delle componenti elettroniche e meccaniche, che permette di sfruttare numerose sinergie e competenze diffuse sul territorio (Paoli, 1999). Il tutto sulla base di un'innovazione di tipo incrementale che, anche se non è radicale, è comunque molto positiva perché si adatta alle specificità imprenditoriali locali più che a quelle settoriali tout-court. Questo processo consente un apporto di nuove competenze tecnologiche più facilmente assorbibili dal contesto locale;
- la rete di assistenza tecnica, formata da imprese di tecnici, manutentori, elettricisti, informatici ecc. che offrono servizi industriali specializzati sul cartario;
- la presenza in loco di tutti gli operatori della filiera produttiva, che consente una forte integrazione verticale, in un'area geografica molto ristretta. tra le imprese che producono la carta e quelle che la lavorano (converting), con l'ausilio delle imprese che forniscono componenti, servizi e semilavorati; nel caso del converting, le bobine di carta (jumbo roll) vengono trasportate dalla cartiera di produzione all'utilizzatore distante pochi chilometri, o poche centinaia di metri, a tutto vantaggio della produzione just-in-time e delle partnership verticali lungo la filiera, che generano flessibilità produttiva e risparmio nei costi;
- le capacità professionali del capitale umano, sia operaio che impiegatizio, che derivano dalla cultura del lavoro e da uno stretto legame, ormai storico, tra la società locale e le cartiere;
- il concetto di impresa familiare, tipico delle imprese distrettuali, non è solo un elemento di criticità come indicavo prima, perché nei suoi casi virtuosi rappresenta invece un elemento positivo, in quanto concentra in un unico

ambito umano e manageriale l'accumulazione delle esperienze e dell'innovazione tacita che si tramanda di generazione in generazione. I processi di miglioramento mediante il "learning by doing" interni all'impresa familiare si cumulano con il modello di trasmissione intergenerazionale del know-how e consentono pertanto di godere di un vantaggio da apprendimento "collettivo", con il termine collettivo usato nell'accezione di ambito familiare. Da una parte, il reinvestimento degli utili aziendali nell'impresa di famiglia, dall'altra, la continua crescita della domanda per numerosi decenni, hanno favorito l'aumento dimensionale delle imprese familiari locali fino a divenire leader europei del tissue con centinaia di milioni di fatturato annuo;

- l'internazionalizzazione delle imprese del cartario è favorita dall'apertura internazionale posseduta da tutta IIS filiera produttiva; un primo esempio attiene alla fiera internazionale MIAC, che ogni anno consente l'aggiornamento sull'evoluzione dei mercati e delle tecnologie a livello mondiale in tutte le fasi del ciclo produttivo', un altro esempio è la specializzazione del porto di Livorno nella movimentazione della cellulosa importata via mare, che consente di selezionare i migliori fornitori mondiali di materia prima¹⁴; anche il legame tra le imprese cartarie e i costruttori di macchinari ha favorito le opportunità di crescita internazionale delle prime, con la partnership finalizzata alla costruzione di nuovi stabilimenti produttivi all'estero contenenti lo stesso modello organizzativo vincente a livello locale; infine, si segnala l'evento "It'sTissue - The Italian Technology Experience", promosso ogni tre anni da una dozzina di imprese dei macchinari, che porta un migliaio di buyer mondiali sul territorio;
- la presenza di un sistema innovativo locale, seppur debole ma comunque specializzato sulla filiera del cartario, è sicuramente un'esternalità positiva per le imprese, soprattutto per i leader del tissue, che sono generalmente le prime imprese a dialogare con i centri di ricerca: le attività del parco scientifico Lucense, della Camera di Commercio e delle associazioni di categoria, delle Università di Pisa e di Firenze nonché le politiche d'innovazione della Regione toscana con il di innovazione "Innopaper",

sono tutti elementi a favore di un'attività innovativa svolta prevalentemente all' interno delle grandi imprese, ma supportata in vario modo dalle istituzioni esterne ad esse".⁵²

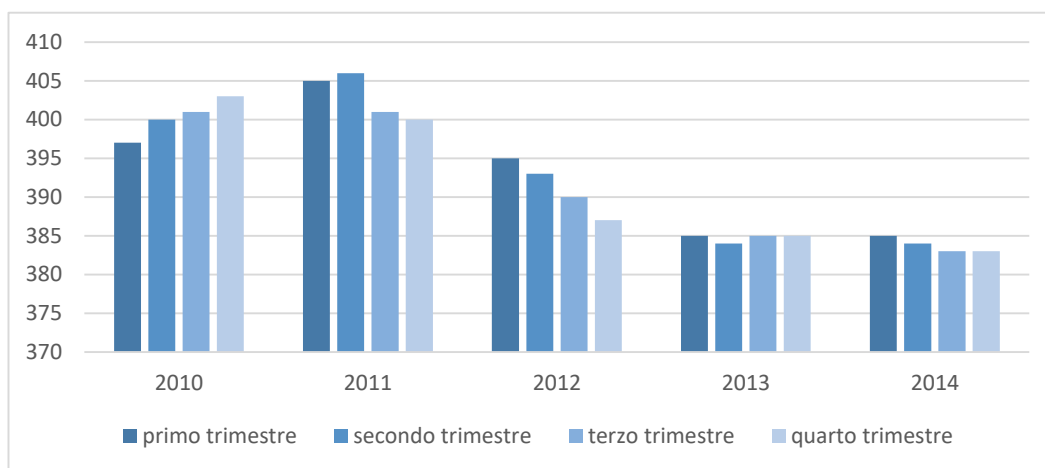
2.3 L'andamento dell'economia nazionale e del settore cartario

L'economia italiana ha continuato a ridursi anche nel 2014 proseguendo la tendenza in atto dall'estate 2011: dopo la sosta degli ultimi 2 trimestri 2013, che aveva fatto ipotizzare la fine della prolungata fase negativa, nell'anno appena chiuso il PIL nazionale ha ripreso a scendere fino a dopo l'estate per stabilizzarsi nell'ultimo trimestre sui valori del trimestre precedente, denotando in tal modo una fase di stagnazione.

Nella sintesi dell'anno l'economia nazionale ha registrato un nuovo calo (-0,4%), dopo il -2,8% e il -1,7% rispettivamente del 2012 e del 2013 che seguivano un biennio di modestissimi recuperi (+1,7% del 2010 e +0,4% per il 2011). Dal 2007 l'economia nazionale ha perso quasi 9 punti percentuali e la ricchezza pro-capite si è ridotta di quasi il 12%. Dal lato della domanda, i consumi nazionali, dopo un triennio di ripiegamenti, nel 2014 sono rimasti sui livelli dell'anno prima, con la spesa delle famiglie in modestissima ripresa (+0,3%) dopo le sensibili riduzioni dei due anni precedenti (-3,9% nel 2012 e -2,9% nel 2013). È proseguito, invece, il ciclo negativo degli investimenti fissi lordi iniziato nel 2008, come conseguenza della prima fase della crisi: nel 2014 il calo è stato del 3,3%, nel complesso quasi il 30% in meno rispetto ai valori 2007. L'export, unico input in recupero costante dal 2009, dopo il rallentamento presentato nel 2013 (+0,5%) è tornato a crescere oltre il 2% (+2,6%), sospinto anche dagli effetti dell'indebolimento dell'Euro⁵³.

⁵² Vitali G. (2016) *"La Filiera Del Distretto Cartario Di Lucca"*, Franco Angeli.

⁵³ Assocarta (2013), *"L'industria Cartaria Nel 2012"*, Roma. Assocarta (2014), *"L'industria Cartaria Nel 2013"*, Roma. Assocarta (2015), *"L'industria Cartaria Nel 2014"*, Roma.



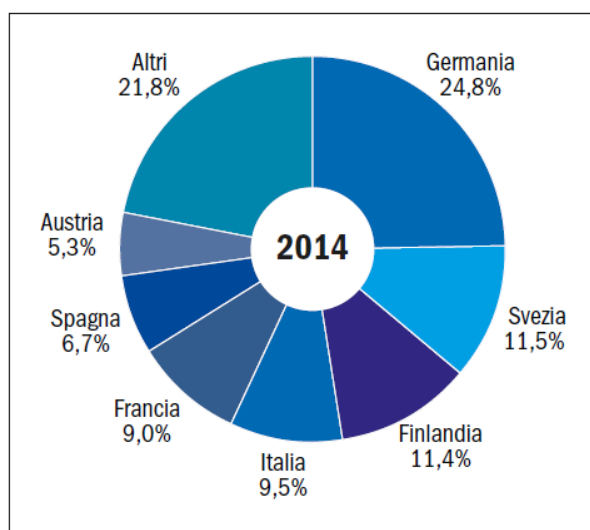
**PIL Italia - Dati trimestrali - valori concatenati destagionalizzati miliardi di €
anno di riferimento 2010 – elaborazione Assocarta dati ISTAT**

Riguardo all'attività manifatturiera, la produzione industriale è rimasta molto debole durante l'anno appena trascorso. Il bilancio dei 12 mesi ha confermato un nuovo calo (-0,8%), dopo quelli più pesanti del 2012 (-6,3%) e del 2013 (-3,2%). Rispetto ai massimi pre-crisi (aprile 2008) la perdita produttiva è del 25%. Anche dal punto di vista dell'occupazione l'anno appena concluso vede risultati in ulteriore peggioramento: superata la soglia del 12% nel 2013, il tasso di disoccupazione nel 2014 è salito ulteriormente (2,7%). Il tasso di disoccupazione giovanile (15-24 anni di età) ha toccato il 42,7% (40% nel 2013). Il ricorso alla Cassa Integrazione Guadagni (CIG), fenomeno che, come è noto, non viene considerato nel computo della disoccupazione, resta elevatissimo (circa 1,11 mldi di ore), -6% circa rispetto al 2013 (1,18 mldi di ore)⁵⁴.

L'attività produttiva di carte e cartoni, in presenza di una domanda interna dei prodotti del settore da tempo debole e poco dinamica che continua a risentire del difficile quadro economico generale, l'attività delle cartiere ha trovato ancora un supporto fondamentale nell'export che, a fine anno, ha segnato un nuovo record. Anche nell'anno appena chiuso è continuato il processo di profonda

⁵⁴ *"L'industria Cartaria Nel 2012"*, Roma. Assocarta (2013), *"Rapporto Ambientale Dell'industri Cartaria Italiana"*, Dati 2010- 2011, Roma. Assocarta (2014), *"L'industria Cartaria Nel 2013"*, Roma. Assocarta (2014), *"Rapporto Ambientale Dell'industri Cartaria Italiana"*, Dati 2011- 2012, Roma. Assocarta (2015), *"L'industria Cartaria Nel 2014"*, Roma.

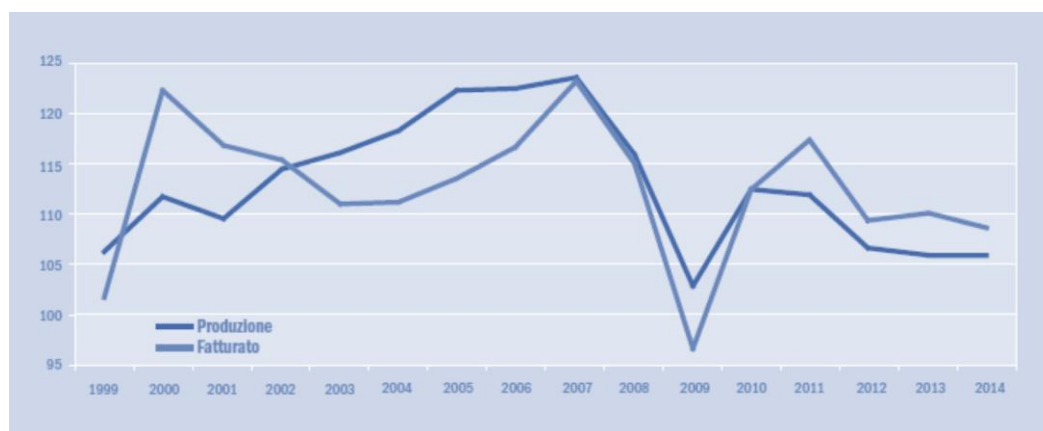
riorganizzazione e razionalizzazione produttiva del settore nell'ambito del quale non sono mancate nuove situazioni di difficoltà aziendali.



Europa (area CEPI) 2014 - Carta e cartoni
I principali produttori
Elaborazione Assocarta dati CEPI

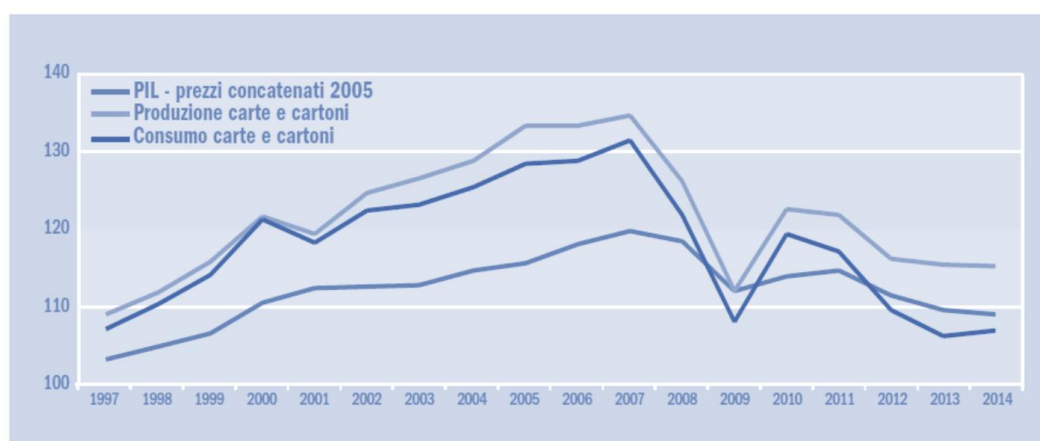
Dopo un primo trimestre in ripresa rispetto ai ridottissimi livelli dello stesso periodo 2013 (+2,7%), trainata principalmente dai buoni risultati del comparto dell'imballaggio, la produzione del settore si è collocata nel trimestre primaverile poco al di sopra dei livelli di un anno prima per tornare a scendere nella seconda metà dell'anno (-1,7% rispetto al secondo semestre 2013).

Nel complesso dei 12 mesi, i livelli produttivi del settore si sono sostanzialmente confermati poco al di sopra di 8,6 milioni di tonnellate, molto prossimi, quindi, ai volumi del biennio precedente. Nella sintesi dell'anno, il combinato andamento dei volumi prodotti e venduti e dei prezzi ha condotto a un fatturato di 6,75 miliardi di Euro, in ridimensionamento dell'1,3% rispetto ai valori del 2013. Se si eccettua il ridottissimo valore del 2009, anche il fatturato dell'ultimo triennio 2012-2014 riporta il settore ai valori di fine anni '90.⁵⁵



Italia - Produzione e fatturato - numeri e indici - 1997 = 100
Elaborazioni e stime Assocarta

⁵⁵ Assocarta (2013), *"L'industria Cartaria Nel 2012"*, Roma. Assocarta (2014), *"L'industria Cartaria Nel 2013"*, Roma. Assocarta (2015), *"L'industria Cartaria Nel 2014"*, Roma.



Italia - Il settore cartario e l'economia nazionale - numeri indici 1995 = 100
Elaborazioni Assocarta su dati ISTAT

Per quanto riguarda specificatamente il settore del Tissue nel 2014 l'Italia ha continuato ad essere uno dei paesi trainanti in termini di produzione nel contesto del paesaggio europeo, assieme alla Germania.

Nell'analisi di sintesi ISTAT del 2014 i numeri ci dicono ancora una volta che rispetto all'anno precedente si evidenzia un'ulteriore flessione della produzione totale di circa lo 0,8% raggiungendo 1.385.933 tonnellate rispetto alle 1.397.000 tons del 2013 che a sua volta era ulteriormente in calo rispetto all'anno precedente di uno 0,9%. Le tipologie a base di pura cellulosa, quantitativamente più importanti, sono pressoché stabili (-0,3%), quelle invece a base di carta da riciclare continuano a perdere anno su anno: infatti anche nel 2014 sono state perse altre 7.400 tonnellate rispetto al 2013 che si aggiungono alle 20.000 tonnellate già perse tra il 2012 e il 2013.

In merito al fatturato occorre rilevare un andamento in diminuzione rispetto al 2013 del 5,4% che rispecchia la riduzione dei consumi avvenuta nel 2014 rispetto al 2013. Da ricordare che l'anno precedente il fatturato era in aumento dell'1,6%. Dando uno sguardo all'andamento dei dati di commercio estero si continua ad evincere una situazione più che

positiva per il settore tissue. Infatti ad un aumento delle importazioni del 12,4% pari a +8.000 tons (tra il 2012 e il 2013 l'aumento era stato di 12.700 tons) corrisponde nel pari periodo un incremento delle esportazioni del 5,5% pari a

+40.700 tons (tra il 2012 e il 2013 l'incremento dell'export era stato di 50.600 tons). La buona performance della bilancia import-export continua a sostenere e a far sviluppare il settore nonostante la debolezza dei consumi interni stimati attraverso il consumo apparente (produzione più import meno export), in calo del 6,1% nel 2014, dopo la riduzione del 6,6% presentata l'anno prima⁵⁶.

Il fattore di tenuta del settore continua a stimolare investimenti in Italia che nel 2014 si estrinsecano ancora in ammodernamenti degli impianti sia in cartiera che in cartotecnica, finalizzati a mantenere il livello di qualità a livelli di tutto rispetto per competere su mercati sempre più esigenti.

La congiuntura economica del momento anche in Italia non incoraggia certo l'aumento dei consumi in termini generali, e ciò vale anche per i prodotti tissue, come sopra indicato.

Per quanto riguarda i consumi reali di prodotto finito, il contesto macro-economico del mercato italiano, anche nel 2014, è stato segnato da una scarsa fiducia e da una ormai costante contrazione del potere d'acquisto.

All'interno di questo scenario anche il trend a valore del totale comparto tissue ha registrato una flessione del 1,4% rispetto all'anno precedente (Nielsen 2014), in leggero peggioramento rispetto all'andamento dell'anno precedente (-1,3%). Nel dettaglio, il mercato dei quattro segmenti merceologici si è leggermente modificato rispetto all'anno precedente e ha assunto il seguente peso a valore: carta igienica 48,5%, asciugatutto 25,7%, tovaglioli 14,0% e fazzoletti 11,8%.

Caratteristica comune a tutti questi segmenti risulta essere, anche per il 2014, il trend costantemente in crescita della quota valore delle private labels, che ad esempio nelle due categorie merceologiche che rappresentano quasi l'80% del mercato, carta igienica e asciugatutto, ha raggiunto livelli rispettivamente di circa

⁵⁶ *"L'industria Cartaria Nel 2012"*, Roma. Assocarta (2013), *"Rapporto Ambientale Dell'industri Cartaria Italiana"*, Dati 2010- 2011, Roma. Assocarta (2014), *"L'industria Cartaria Nel 2013"*, Roma. Assocarta (2014), *"Rapporto Ambientale Dell'industri Cartaria Italiana"*, Dati 2011- 2012, Roma. Assocarta (2015), *"L'industria Cartaria Nel 2014"*, Roma.

39,7 e 46,6 punti %: un processo di crescita che inevitabilmente ha continuato a erodere anche nel 2014 il valore dei prodotti di marca industriale.

Ancora una volta è da ricordare e far presente che esiste una buona parte (in crescita) di consumatori che pone sempre più attenzione e interesse al tema della sostenibilità: il 70% dei consumatori acquista prodotti di aziende socialmente responsabili e, ancora, il 42% è disposto a non comprare prodotti di aziende non socialmente responsabili. È importante quindi creare valore anche attraverso l'attuazione di una strategia sociale e ambientale e poter rispondere così anche a quella parte di mercato che ha maturato, sta maturando e maturerà una attenzione importante a questo tema.

Sul fronte dei costi possiamo affermare che di fronte a una situazione pressoché stabile in merito al primo semestre 2014, nella seconda parte dell'anno abbiamo assistito a un deprezzamento dell'Euro rispetto al dollaro USA che ha impattato sui costi delle fibre vergini di cellulosa in maniera importante: il valore per tonnellata in euro è aumentato del 12,7% (contro il 3,2% in \$) per le cellulose a fibra lunga, del 23% (a fronte del 5,6% in \$) per quelle a fibra corta. Questa situazione ha comportato un aggravio importante per i costi di approvvigionamento e tanto più per un paese come l'Italia che importa la quasi totalità delle cellulose utilizzate⁵⁷.

A questo aggravio dei costi di approvvigionamento della materia prima si unisce anche quello relativo ai costi più elevati sostenuti per l'approvvigionamento delle risorse energetiche, mediamente superiori del 30% a quelli sostenuti dai competitor europei: le imprese italiane si trovano a dover competere in Europa con un innegabile svantaggio rispetto ai concorrenti locali.

Se teniamo in considerazione da una parte lo scenario dei costi appena descritto con una situazione dei mercati nazionale ed estero pressoché stabile o con tendenze a riduzioni in termine di prezzi, sempre in tensione per le questioni di domanda e offerta nei vari paesi (sovraccapacità/sfruttamento impianti), si evince che le

⁵⁷ Assocarta (2013), *"L'industria Cartaria Nel 2012"*, Roma. Assocarta (2014), *"L'industria Cartaria Nel 2013"*, Roma. Assocarta (2015), *"L'industria Cartaria Nel 2014"*, Roma.

aziende Italiane in primis, ma anche le altre estere, si trovano nella forte necessità di chiedere aumenti di prezzo sui prodotti finiti al fine di compensare i maggiori costi sostenuti. Ancora una volta uno scenario, anche per il 2015, destinato a una rincorsa non facile...⁵⁸

⁵⁸ Assocarta (2013), *“L’industria Cartaria Nel 2012”*, Roma. Assocarta (2014), *“L’industria Cartaria Nel 2013”*, Roma. Assocarta (2015), *“L’industria Cartaria Nel 2014”*, Roma.

3 L'analisi dettagliata del rendiconto finanziario di cinque aziende cartarie lucchesi

Analizzare la situazione economico-finanziaria di un'impresa significa poter affrontare e risolvere alcune questioni critiche della gestione aziendale, vale a dire essere in grado di rispondere ad alcune questioni importanti (se la redditività dell'impresa e dei suoi azionisti sono soddisfacenti, quali sono i fattori che influiscono sulla redditività, e anche se l'impresa è sostenibile da un punto di vista finanziario e strategico).

L'analisi della performance economico-finanziaria si concretizza in un processo che, attraverso varie elaborazioni di dati e delle informazioni del bilancio d'impresa, intende esprimere una valutazione attuale e prospettica circa l'attitudine della stessa (o di un aggregato d'impresе, quale il settore, un gruppo di concorrenti, di clienti, di fornitori) di generare, nel tempo, un flusso di ricchezza adeguato a remunerare nel medio - lungo termine tutti i fattori produttivi impiegati.

L'impresa può essere vista come un insieme d'investimenti posti in essere dal soggetto economico, con il fine di ottenere un risultato positivo. Confermando le scelte e la gestione aziendale capaci di generare un flusso di ricchezza quindi creando valore economico, quanto più questa condizione si manifesta nel tempo in modo consistente, tanto maggiore sarà il valore economico riconosciuto alla stessa per la sua abilità nel collocare sul mercato beni e servizi, coprendo tutti i costi sostenuti.

La redditività di un'impresa deve essere economica e cioè capace di remunerare tutti i fattori produttivi impiegati, qualora non succedesse ci si troverebbe in una situazione di redditività parziale o peggio ancora negativa. Un valore economico che cresce nel tempo, tende a segnalare la presenza di un modello business distintivo e, dunque, di capacità gestionali peculiari relative al modo in cui i manager, organizzano la produzione, servono i clienti, sviluppano nuovi prodotti e gestiscono l'azienda nel complesso. Inoltre se la redditività conseguita si colloca sopra quella dei concorrenti si può parlare di redditività competitiva.

Un'impresa deve creare valore economico nel tempo perché ciò le permette di reperire risorse finanziarie di debito o di rischio a costi inferiori e in modo più agevole rispetto a quelle imprese che non si trovano in questa situazione; in secondo luogo, poiché economiche tendono ad attrarre più delle altre, risorse umane, produttive e di fornitura. Infine, la creazione di valore implica la generazione di un flusso di ricchezza capace di assicurare un più agevole e autonomo rinnovamento dell'impresa.

Questa ricerca è incentrata sull'analisi delle più significative aziende cartarie presenti nel distretto lucchese, attraverso l'esame peculiare del prospetto di rendiconto finanziario delle suddette e il calcolo di alcuni indicatori di cash flow significativi. L'applicazione dell'analisi per flussi di cassa su tali aziende, vuole essere un esempio concreto di utilizzo di questi indicatori, con il fine di dimostrare la loro efficacia in termini di affidabilità ed espressività, nel breve e nel lungo periodo.

Le aziende scelte per l'analisi sono la Sofidel S.p.a., la SCA Hygiene S.p.a., la Lucart S.p.a., la cartiera San Rocco S.p.a., la ICT (Industrie cartarie Lucchesi) S.p.a. Queste aziende, come già detto, rappresentano delle importanti realtà del distretto lucchese, ma anche in Italia e nel mondo, in particolare nel settore del tissue, dove gestiscono impianti di produzione integrati a partire dalla produzione della carta fino alla trasformazione e alla realizzazione del prodotto finito.

3.1 Lo storico dei dati contabili

3.1.1 Sca Hygiene Products – Società per azioni

Denominazione	Sca Hygiene Products S.p.a.
Forma Giuridica	Società per azioni
Indirizzo	Via XXV Aprile, 2 - 55011 Altopascio, (Lucca) Italia
Telefono e Fax	0583 938611 e 0583 938637
Indirizzo Internet	www.sca.com
Stato Attività	attiva
Data Costituzione	08/11/2001
Data Inizio Attività	08/11/2001
Numero REA	186295
Codice Fiscale	03318780966
Partita Iva	IT03318780966

SCA è un gruppo cartario internazionale, fondato in Svezia nel 1929.

Oggi, partendo dalla attività delle foreste, arrivando ai prodotti di largo consumo, realizza e vende prodotti per l'igiene della persona, soluzioni per l'imballaggio e carta per l'editoria. Il Gruppo è presente in più di 40 paesi distribuiti nei cinque continenti ed impiega più di 50.000 dipendenti. L'Italia è tra i primi sei paesi d'interesse per il Gruppo, con più di 700 dipendenti. La storia della società SCA Hygiene Products Spa nasce nel 2002 con l'acquisto da parte del gruppo SCA dell'intero pacchetto azionario della società Cartoinvest società finanziaria; sempre nel 2002 la Cartoinvest incorpora le società: Cartiera San Paolo Spa, Cartiera San Marco Spa, cartiera Vallagarina Spa, Arnoinvest Spa, Ausonia Spa e torbola Industria della carta Spa. Trasformandosi poi In SCA Hygiene Products

Di seguito sono riportati i prospetti ottenuti dalla Riclassificazione dello Stato Patrimoniale e del Conto Economico, contenuti nei bilanci della Sca Hygiene Products spa dal 2013 al 2015⁵⁹, compresi. Questa operazione è il presupposto necessario per poter proseguire, poi, con il calcolo degli indicatori di cash flow, esposti nel capitolo precedente.

Lo Stato patrimoniale riclassificato secondo il metodo finanziario:

Descrizione	31/12/2015	31/12/2014	31/12/2013
A. Crediti a breve termine e liquidità	122.833.740	148.341.729	156.754.100
B. Giacenze di magazzino	36.628.330	34.036.684	31.375.372
C. Attivo corrente (A+B)	159.462.070	182.378.413	188.129.472
D. Immobilizzazioni materiali e immateriali	69.628.386	74.914.287	78.712.210
E. Partecipazioni e crediti a m/lungo termine	60.156.976	5.492.294	8.467.739
F. Attivo fisso (D+E)	129.785.362	80.406.581	87.179.949
Totale impieghi (C+F)	289.247.432	262.784.994	275.309.421
G. Passivo corrente	141.012.847	140.063.278	176.881.996
H. Patrimonio netto	130.438.704	105.791.639	82.527.381
I. Fondi	17.583.917	16.718.114	15.692.516
L. Debiti a m/lungo termine	211.963	211.963	207.528
M. Risconti passivi pluriennali	-	-	-
N. Passivo a m/lungo termine (H+I+L+M)	148.234.584	122.721.716	98.427.425
Totale fonti (G+N)	289.247.431	262.784.994	275.309.421

Stato Patrimoniale riclassificato finanziario 2013 2014 2015

⁵⁹ SCA (2014), "Annual Report 2013". SCA (2015), "Annual Report 2014". SCA (2016), "Annual Report 2015".

Per analizzare in modo immediato la struttura finanziaria dello Stato Patrimoniale, a supporto della nostra indagine, di seguito sono riportati gli schemi che mostrano la composizione degli impieghi e delle fonti e del loro bilanciamento.



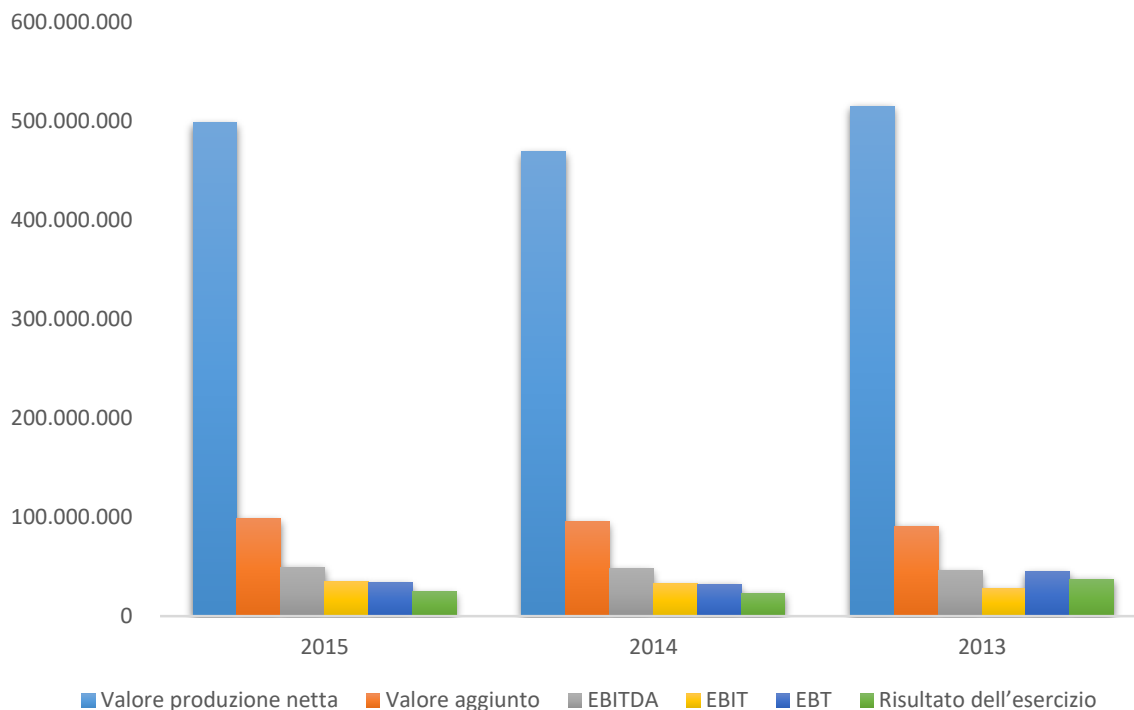
Composizione Impieghi-fonti 2013 2014 2015

Il Conto Economico riclassificato a valore aggiunto:

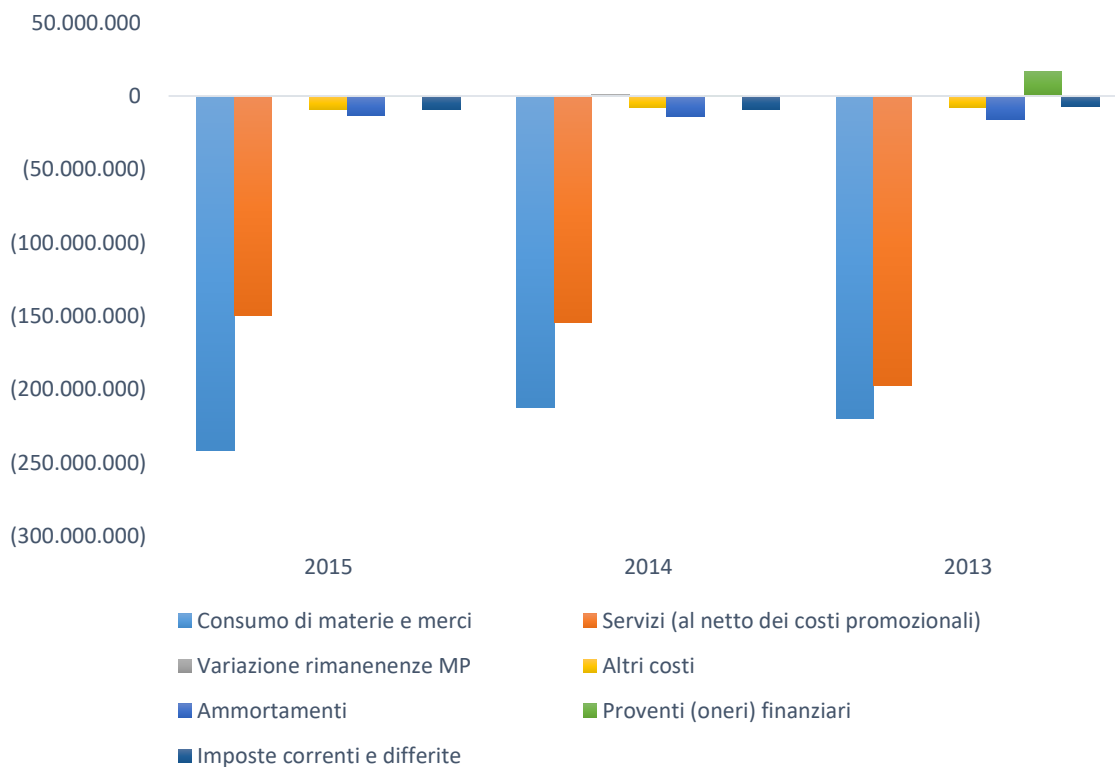
Descrizione	2015		2014		2013	
	Valori	%	Valori	%	Valori	%
Net sales	481.947.399	96,7%	451.637.329	96,3%	499.316.009	96,9%
Variazione rimanenze PF	1.883.746	0,4%	1.346.220	0,3%	2.357.302	0,5%
Incrementi imm lavori interni	-	-	-	-	-	-
Altri ricavi	14.556.018	2,9%	16.008.419	3,4%	13.445.117	2,6%
Valore produzione netta	498.387.163	100,0%	468.991.968	100,0%	515.118.428	100,0%
Consumo di materie e merci	(241.838.582)	(48,5%)	(212.268.945)	(45,3%)	(219.881.548)	(42,7%)
Servizi (al netto dei costi promozionali)	(149.799.397)	(31,1%)	(154.588.037)	(34,2%)	(197.216.600)	(39,5%)
Variazione rimanenze MP	707.901	0,1%	1.315.091	0,3%	396.226	(1,5%)
Altri costi	(9.027.878)	(1,8%)	(8.168.554)	(1,7%)	(7.723.636)	#RIFI
Valore aggiunto	98.429.207	19,7%	95.281.523	20,3%	90.692.870	17,6%
Costo del personale	(49.050.697)	(9,8%)	(47.252.263)	(10,1%)	(44.388.269)	(8,6%)
EBITDA	49.378.510	9,9%	48.029.260	10,2%	46.304.601	9,0%
Ammortamenti	(13.003.776)	(2,6%)	(13.678.339)	(2,9%)	(15.671.957)	(3,0%)
Accantonamenti	(1.744.041)		(1.875.391)		(2.844.731)	
EBIT	34.630.693	6,9%	32.475.530	6,9%	27.787.913	5,4%
Proventi (oneri) finanziari	(95.043)	(0,0%)	233.953	0,0%	16.567.003	3,2%
Proventi (oneri) valutari	(566.794)	(0,1%)	(482.628)	(0,1%)	488.775	0,1%
Proventi (oneri) straordinari e svalutazioni di partecipazioni	14.560	0,0%	74.343	0,0%	-	
EBT	33.983.416	6,8%	32.301.198	6,9%	44.843.691	8,7%
Imposte correnti e differite	(9.336.351)	(1,9%)	(9.036.940)	(1,9%)	(7.371.637)	(1,4%)
Risultato dell'esercizio	24.647.065	4,9%	23.264.258	5,0%	37.472.054	7,3%

Conto Economico a valore aggiunto 2013 2014 2015

Analogamente a come è stato fatto per lo Stato patrimoniale, anche per il Conto Economico, sono di seguito riportati gli schemi delle proporzioni dei diversi risultati economici per i tre esercizi considerati.



Risultati economici 2013 2014 2015 – Valore assoluto



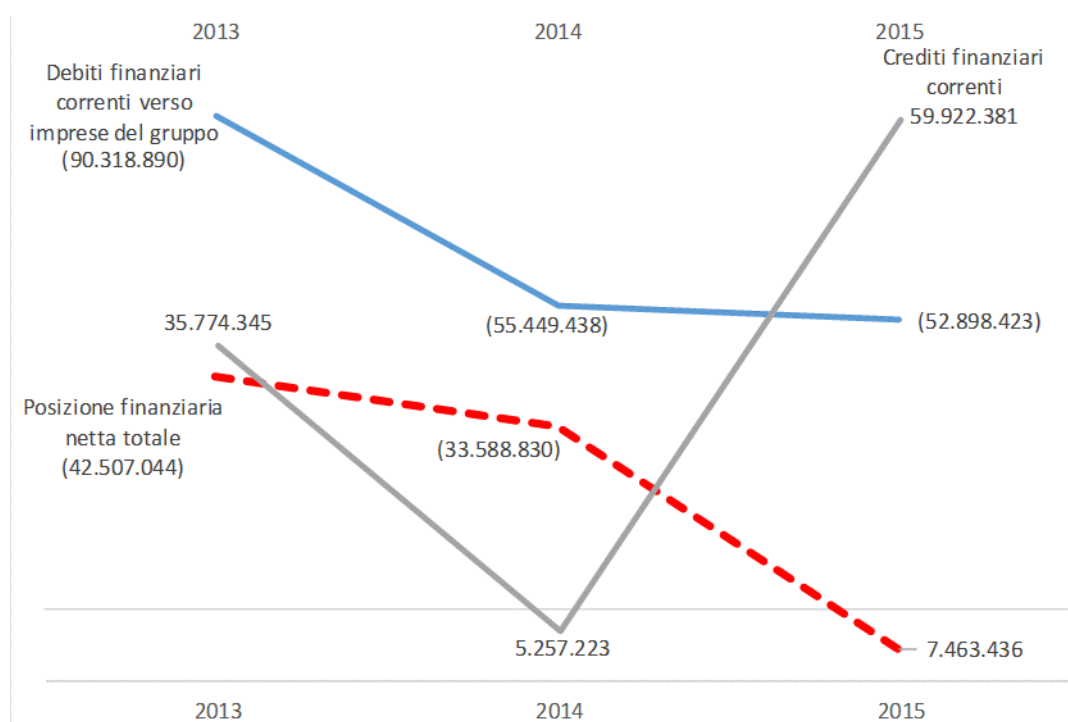
Costi d'esercizio 2013 2014 2015 – Valore Assoluto

La posizione finanziaria netta della società:

Descrizione	2015	2014	2013
Liquidità	588.181	16.607.017	12.828.025
Crediti finanziari correnti	59.922.381	5.257.223	35.774.345
Ratei e risconti finanziari	(148.703)	(3.632)	(790.524)
Debiti finanziari correnti verso imprese del gruppo	(52.898.423)	(55.449.438)	(90.318.890)
Posizione finanz. netta a breve termine	7.463.436	(33.588.830)	(42.507.044)
Debiti finanziari non correnti			
Posizione finanz. netta a m/lungo termine	0	0	0
Posizione finanziaria netta totale	7.463.436	(33.588.830)	(42.507.044)

Posizione finanziaria netta 2013 2014 2015

Lo schema rappresenta l'evoluzione, durante i tre esercizi, delle diverse voci che compongono la posizione finanziaria netta della società.



Evoluzione posizione finanziaria netta 2013 2014 2015

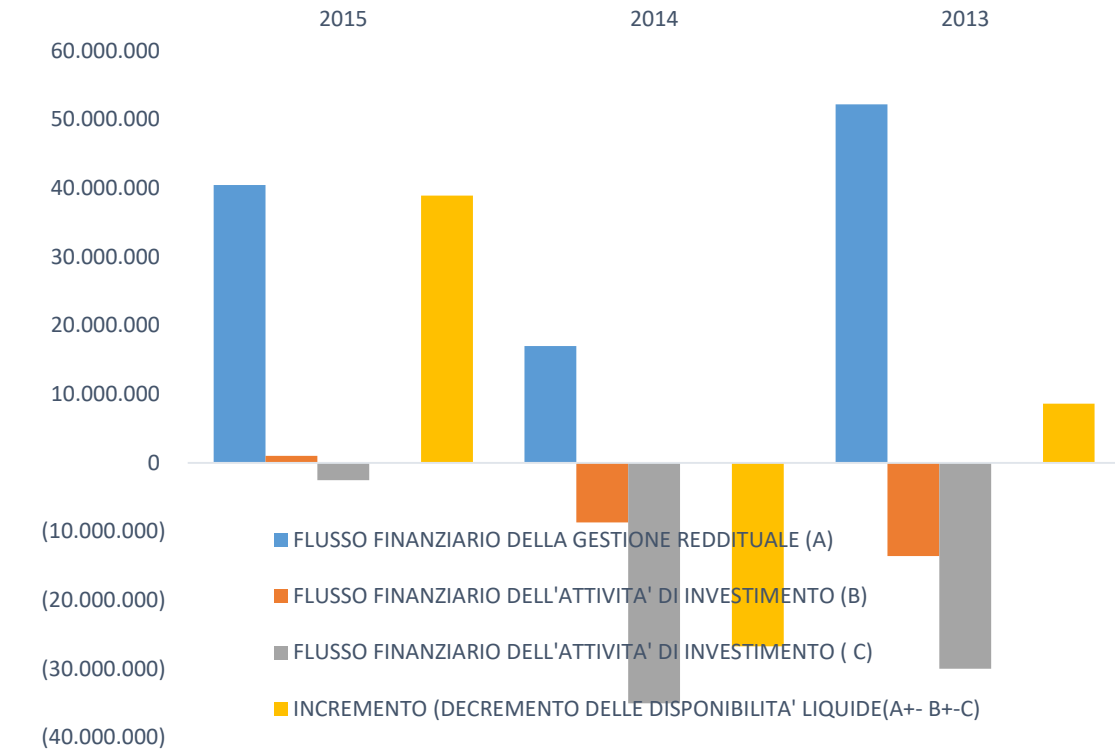
Il Rendiconto Finanziario delle liquidità immediate redatto secondo il metodo indiretto:

Descrizione	2015	2014	2013
Utile d'esercizio	24.647.065	23.264.258	37.472.054
<i>Imposte sul reddito</i>			
<i>Oneri (proventi) finanziari</i>			
<i>Plusvalenze nette derivanti da cessione di attività</i>			
1. Utile (perdita) dell'esercizio prima d'imposte sul reddito, interessi, dividendi e plus/minusvalenze da cessione	24.647.065	23.264.258	37.472.054
<i>Rettifiche per elementi non monetari che non hanno avuto contropartita nel CCN</i>			
Ammortamenti/Accantonamenti	17.106.258	18.099.047	21.439.786
Utilizzo fondo/Soprawvenienze	(2.541.699)	(2.317.377)	(3.626.376)
2. Flusso finanziario prima delle variazioni del ccn	39.211.624	39.045.928	55.285.464
Decremento/(incremento) delle rimanenze	(2.502.370)	(2.387.342)	(2.412.825)
Decremento/(incremento) dei crediti vs clienti	(17.402)	(17.031.327)	16.351.937
Decremento/(incremento) altri crediti	171.535	(30.898)	545.303
Incremento/(decremento) dei debiti verso fornitori	5.269.683	(1.766.187)	(13.181.219)
Incremento/(decremento) debiti diversi	(207.635)	2.391.737	(2.492.483)
Decremento/(incremento) ratei e risconti attivi	1.485.824	1.444.867	1.493.074
Incremento/(decremento) ratei e risconti passivi	-	(1.117)	1.117
Incremento/(decremento) fatture da ricevere	(828.219)	(1.825.859)	(1.672.279)
Variazione ratei per interessi attivi e passivi	3	(783.260)	(500.907)
3) Flusso finanziario dopo le variazioni del ccn	42.583.040	19.056.542	53.417.182
<i>Altre rettifiche</i>			
Variazione fondo rischi e oneri	(582.340)	(649.717)	3.513
Variazione fondo TFR	(1.554.881)	(1.422.529)	(1.214.090)
<i>Interessi incassati/(pagati)</i>			
<i>(Imposte sul reddito pagate)</i>			
FLUSSO FINANZIARIO DELLA GESTIONE REDDITUALE (A)	40.445.819	16.984.296	52.206.605
Variazione Immobilizzazioni materiali	(7.102.154)	(8.662.143)	(13.538.512)
Immobilizzazioni immateriali	(120.832)	(28.050)	(35.649)
variazione immobilizzazioni finanziarie			
Variazione altre attività immobilizzate	476	1.589	(5.276)
Variazione attività finanziarie non immobilizzate	8.231.078		
FLUSSO FINANZIARIO DELL'ATTIVITA' DI INVESTIMENTO (B)	1.008.568	(8.688.604)	(13.579.437)
<i>Mezzi di terzi</i>			
Variazione finanziamenti	(2.551.015)	(35.033.823)	
<i>Mezzi propri</i>			
Variazione capitale e riserve			(30.000.000)
FLUSSO FINANZIARIO DELL'ATTIVITA' DI INVESTIMENTO (C)	(2.551.015)	(35.033.823)	(30.000.000)
INCREMENTO (DECREMENTO DELLE DISPONIBILITA' LIQUIDE(A+- B+- C)	38.903.372	(26.738.131)	8.627.168
DISPONIBILITA' LIQUIDE A INIZIO ESERCIZIO	21.864.239	48.602.370	39.975.202
DISPONIBILITA' LIQUIDE A FINE ESERCIZIO	60.767.611	21.864.239	48.602.370

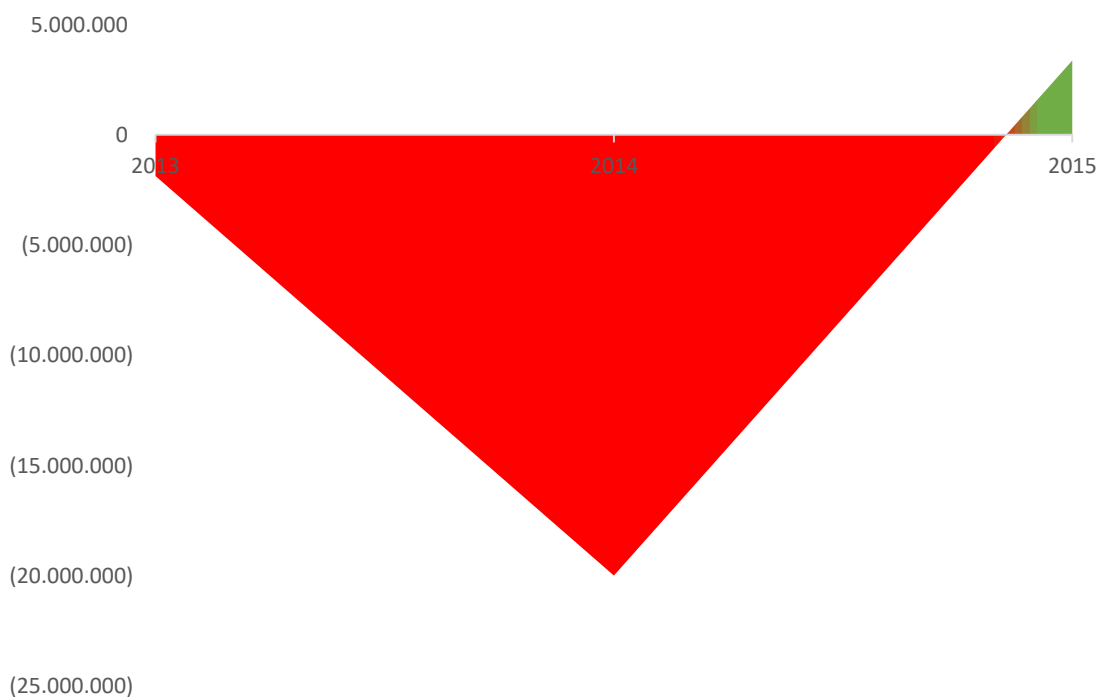
Rendiconto Finanziario 2013 2014 2015

(Le disponibilità immediate sono costituite dalla cassa, dai c/c bancari e postali e dagli assegni)

Lo schema rappresenta in modo grafico i valori dei flussi di liquidità generati dalle diverse aree di gestione (reddituale – finanziaria – investimenti) e del flusso di liquidità totale dato dalla somma dei precedenti tre.



Flussi di liquidità 2013 2014 2015



Liquidità generata o assorbita dal Capitale Circolante Netto Commerciale (CCNC)

3.1.2 Sofidel – Società per azioni

Denominazione	Sofidel s.p.a.
Forma Giuridica	Società per azioni
Indirizzo	Via di Lucia, 23 – 55016 – Porcari (Lucca) Italia
Telefono e Fax	0583-268 e 0583-290001
Indirizzo Internet	www.sofidel.it
Indirizzo PEC	sofidel@pec.sofidelgroup.com
Stato Attività	attiva
Data Costituzione	08/05/1987
Data Inizio Attività	08/05/1987
Numero REA	LU - 128332
Codice Fiscale	01256000462
Partita Iva	01256000462

La “Sofidel S.p.a.” è la holding al vertice del “Gruppo Sofidel”, che rappresenta oggi uno dei principali gruppi mondiali del tissue.

La società, oltre ad esercitare la direzione ed il coordinamento sulle proprie controllate, svolge la propria attività nel settore commerciale - acquistando materie prime per le società del gruppo - nel settore immobiliare - gestendo il proprio patrimonio immobiliare - ed in quello dei servizi aziendali e finanziari - prestati sempre a favore delle proprie controllate.

Di seguito sono riportati i prospetti ottenuti dalla Riclassificazione dello Stato Patrimoniale e del Conto Economico, contenuti nei bilanci della Sofidel spa dal 2013 al 2015⁶⁰, compresi.

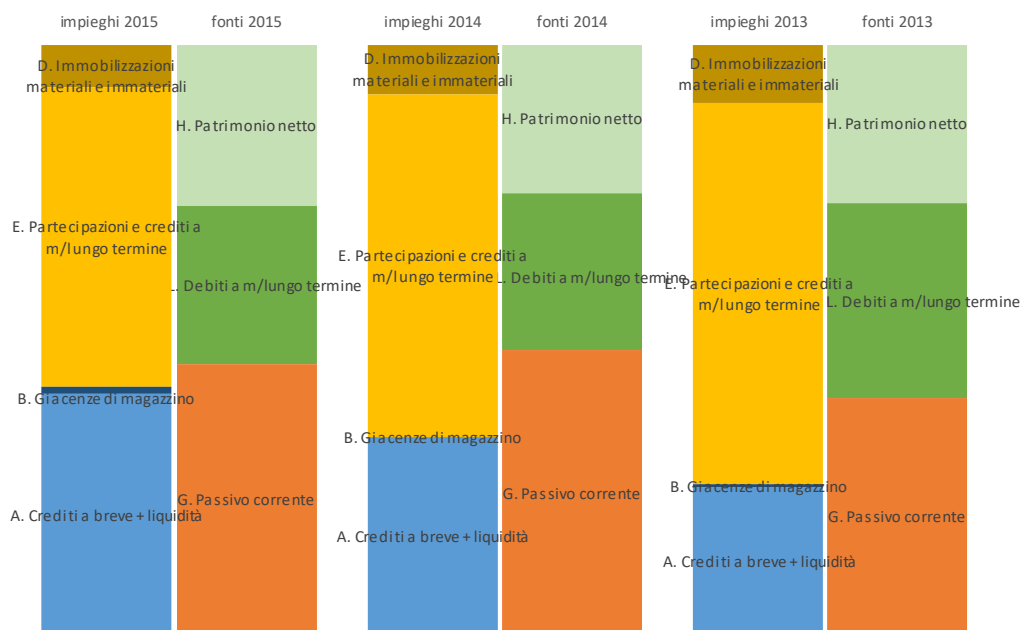
⁶⁰ Sofidel (2014), “*Bilancio d’esercizio 2013*”, Lucca. Sofidel (2015), “*Bilancio d’esercizio 2014*”, Lucca. Sofidel (2016), “*Bilancio d’esercizio 2015*”, Lucca.

Lo Stato patrimoniale riclassificato secondo il metodo finanziario:

Descrizione	31/12/2015	31/12/2014	31/12/2013
A. Crediti a breve termine e liquidità	315.180.459	229.705.805	151.151.329
B. Giacenze di magazzino	10.225.721	61.675	2.045.336
C. Attivo corrente (A+B)	325.406.180	229.767.480	153.196.665
D. Immobilizzazioni materiali e immateriali	55.610.198	56.937.913	59.107.348
E. Partecipazioni e crediti a m/lungo termine	392.276.645	400.137.960	390.243.639
F. Attivo fisso (D+E)	447.886.843	457.075.873	449.350.987
Totale impieghi (C+F)	773.293.023	686.843.353	602.547.652
G. Passivo corrente	(351.626.190)	(328.622.357)	(240.267.296)
H. Patrimonio netto	(210.760.070)	(171.700.679)	(161.890.959)
I. Fondi	(5.409.145)	(3.663.485)	(2.376.601)
L. Debiti a m/lungo termine	(205.497.619)	(182.856.832)	(198.012.796)
M. Risconti passivi pluriennali	-	-	-
N. Passivo a m/lungo termine (H+I+L+M)	(421.666.834)	(358.220.996)	(362.280.356)
Totale fonti (G+N)	(773.293.023)	(686.843.353)	(602.547.652)

Stato Patrimoniale riclassificato finanziario 2013 2014 2015

Di seguito sono riportati gli schemi che mostrano la composizione degli impieghi e delle fonti e del loro bilanciamento.



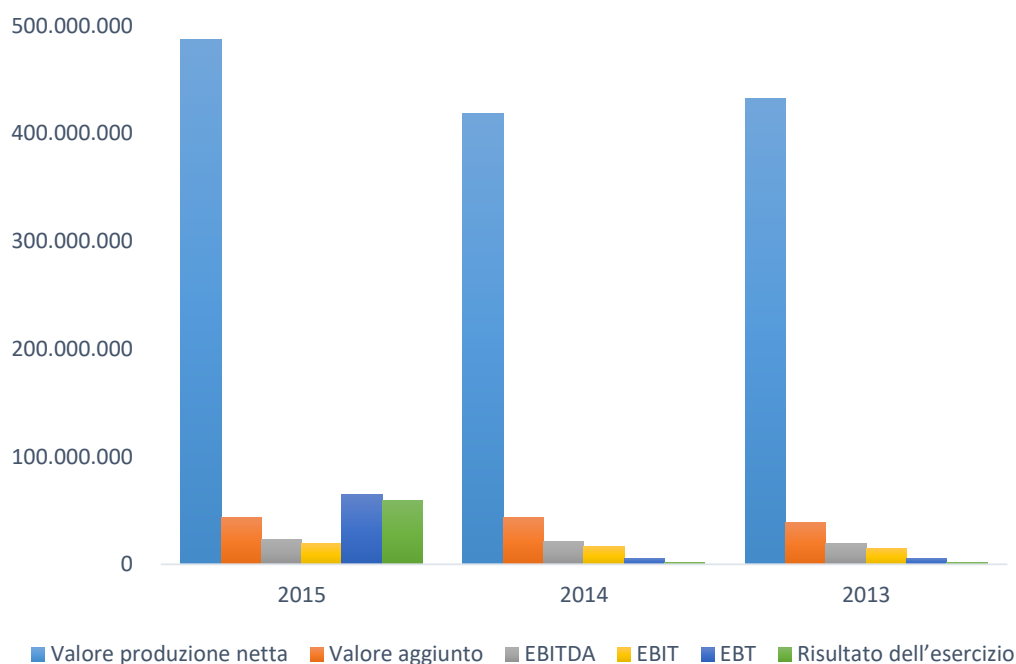
Composizione Impieghi-fonti 2013 2014 2015

Il Conto Economico riclassificato a valore aggiunto:

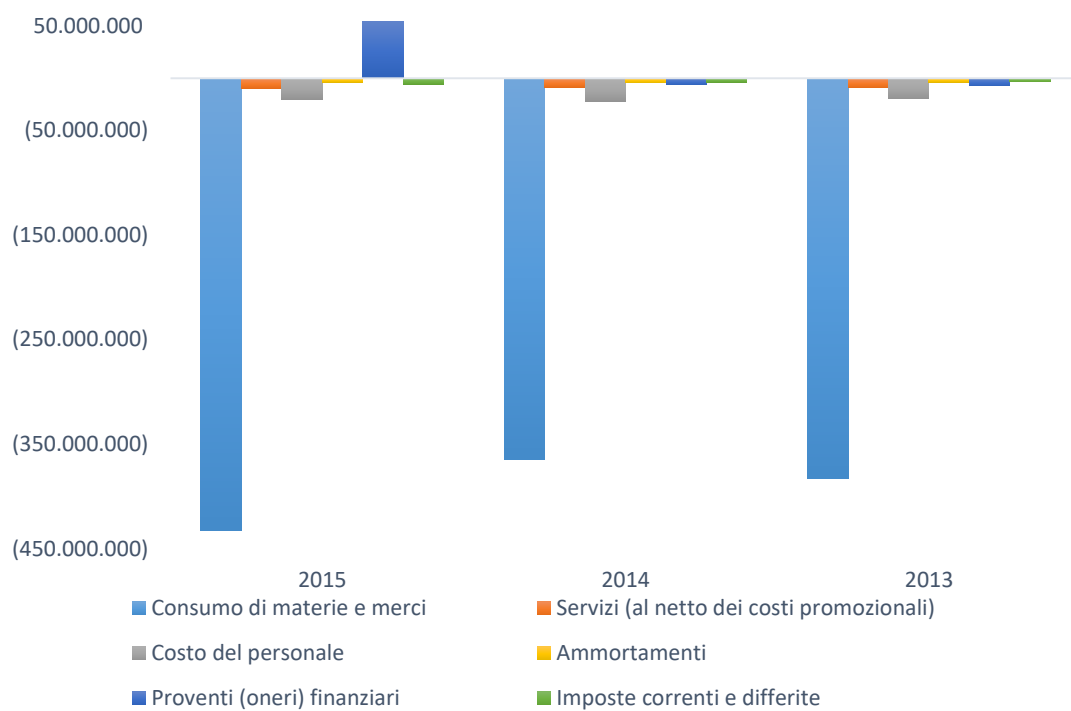
Descrizione	2015		2014		2013	
	Valori	%	Valori	%	Valori	%
Net sales	476.489.056	97,9%	404.886.969	96,8%	421.691.892	97,6%
Altri ricavi	10.465.089	2,1%	13.338.090	3,2%	10.279.221	2,4%
Valore produzione netta	486.954.144	100,0%	418.225.059	100,0%	431.971.113	100,0%
Consumo di materie e merci	(432.388.851)	(88,8%)	(365.029.423)	(87,3%)	(382.460.974)	(88,5%)
Servizi (al netto dei costi promozionali)	(9.730.247)	(2,0%)	(8.777.930)	(2,1%)	(8.935.411)	(2,1%)
Altri costi	(1.518.762)	(0,3%)	(1.259.157)	(0,3%)	(1.959.607)	(0,5%)
Valore aggiunto	43.316.283	8,9%	43.158.549	10,3%	38.615.120	8,9%
Costo del personale	(20.288.993)	(4,2%)	(22.412.033)	(5,4%)	(19.612.078)	(4,5%)
EBITDA	23.027.290	4,7%	20.746.516	5,0%	19.003.043	4,4%
Ammortamenti	(3.713.132)	(0,8%)	(4.044.785)	(1,0%)	(3.933.314)	(0,9%)
EBIT	19.314.159	4,0%	16.701.730	4,0%	15.069.729	3,5%
Proventi (oneri) finanziari	54.291.773	11,1%	(6.393.021)	(1,5%)	(7.336.097)	(1,7%)
Proventi (oneri) valutari	(23.861)	(0,0%)	177.032	0,0%	(3.411)	(0,0%)
Proventi (oneri) straordinari e svalutazioni di partecipazioni	(8.860.827)	(1,8%)	(4.940.618)	(1,2%)	(2.195.743)	(0,5%)
EBT	64.721.244	13,3%	5.545.124	1,3%	5.534.479	1,3%
Imposte correnti e differite	(5.661.853)	(1,2%)	(3.867.604)	(0,9%)	(3.381.080)	(0,8%)
Risultato dell'esercizio	59.059.391	12,1%	1.677.520	0,4%	2.153.399	0,5%

Conto Economico a valore aggiunto 2013 2014 2015

Di seguito sono riportati gli schemi delle proporzioni dei diversi risultati economici per i tre esercizi considerati.



Risultati economici 2013 2014 2015 – Valore assoluto



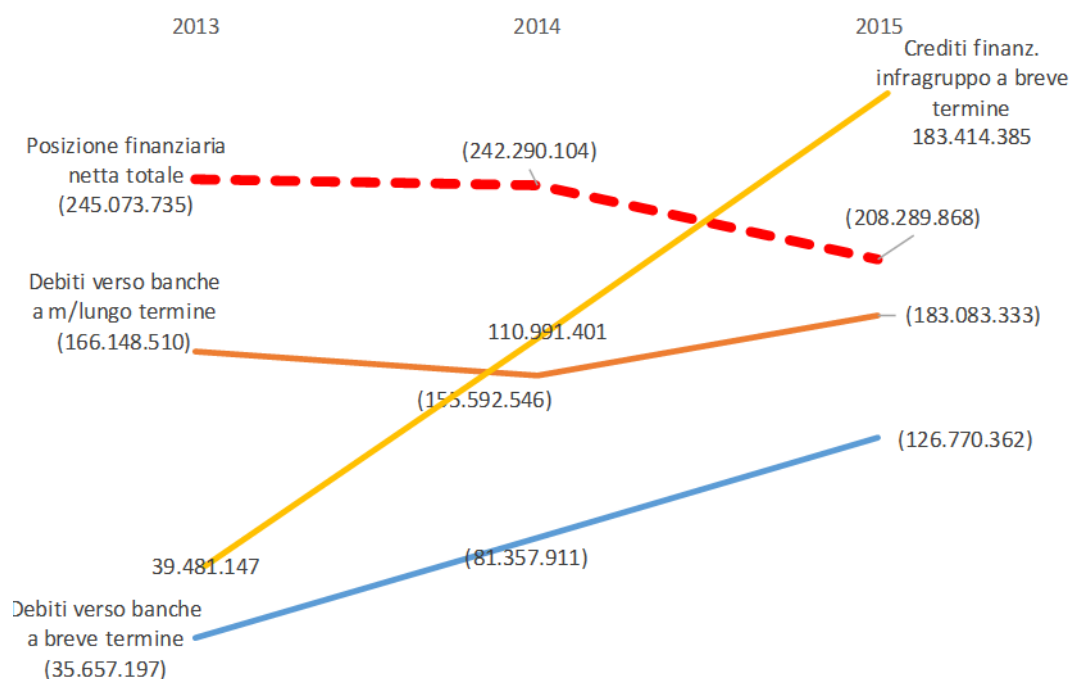
Costi d'esercizio 2013 2014 2015 – Valore Assoluto

La posizione finanziaria netta della società:

Descrizione	2015	2014	2013
Crediti finanz. infragruppo a breve termine	183.414.385	110.991.401	39.481.147
Contributi da ricevere nell'anno e altri crediti	1.370.521	521	521
Depositi bancari e postali	58.013	149.419	228.498
Denaro e valori in cassa	11.477	9.576	24.345
Quota dei mutui a breve termine	(19.516.667)	(29.955.964)	(39.691.557)
Debiti verso banche a breve termine	(126.770.362)	(81.357.911)	(35.657.197)
Debiti finanziari infragruppo a breve termine	(71.878.000)	(89.650.012)	(41.664.286)
Posizione finanz. netta a breve termine	(33.310.632)	(89.812.969)	(77.278.530)
Crediti finanziari infragruppo a m/lungo termine	30.516.343	30.378.045	30.217.148
Altri crediti finanziari a m/lungo termine	2.040	1.652	442
Debiti verso banche a m/lungo termine	(183.083.333)	(155.592.546)	(166.148.510)
Debiti finanz. infragruppo a m/lungo termine	(22.414.286)	(27.264.286)	(31.864.286)
Posizione finanz. netta a m/lungo termine	(174.979.237)	(152.477.135)	(167.795.206)
Posizione finanziaria netta totale	(208.289.868)	(242.290.104)	(245.073.735)

Posizione finanziaria netta 2013 2014 2015

Lo schema rappresenta l'evoluzione, durante i tre esercizi, delle diverse voci che compongono la posizione finanziaria netta della società.



Evoluzione posizione finanziaria netta 2013 2014 2015

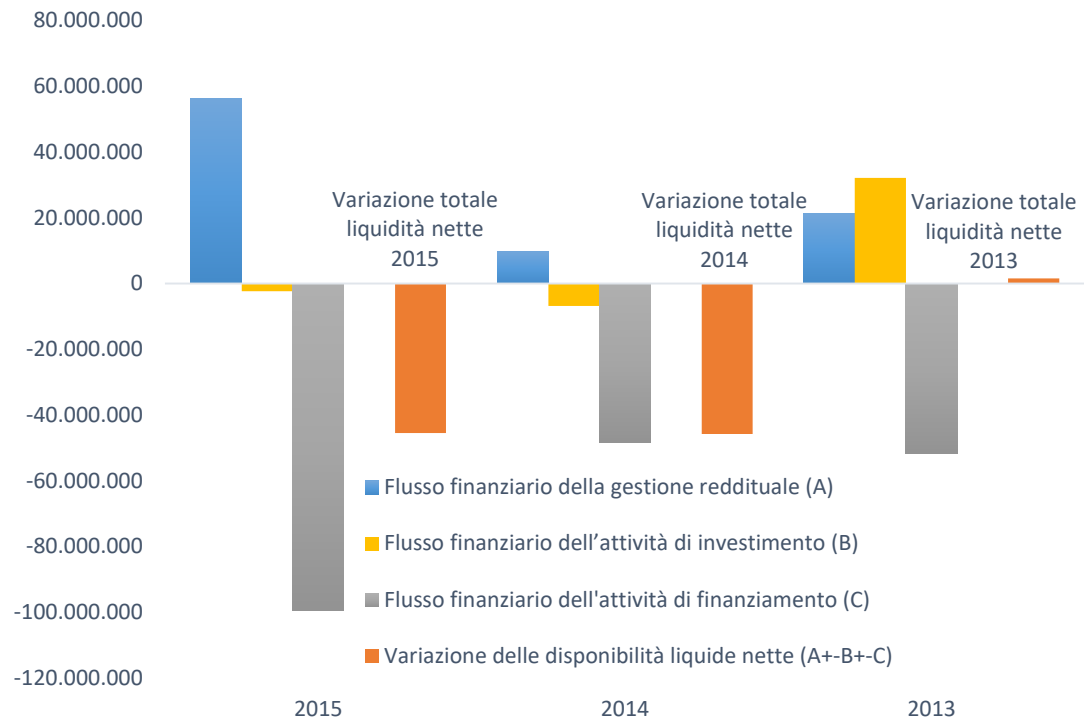
Il Rendiconto Finanziario delle liquidità immediate nette redatto secondo il metodo indiretto:

Descrizione	2015	2014	2013
Utile (perdita) dell'esercizio	59.059.391	1.677.520	2.153.399
Imposte sul reddito	5.661.853	3.867.604	3.381.080
Dividendi	(58.521.366)	-	-
Oneri (proventi) finanziari	4.229.593	6.393.021	7.336.097
Oneri (proventi) valutari	23.861	(177.032)	3.411
Oneri (proventi) straordinari e svalutazioni	8.860.827	4.940.618	2.195.743
1. Utile (perdita) dell'esercizio prima d'imposte sul reddito,	19.314.159	16.701.730	15.069.729
Rettifica ricavi e costi non monetari	(174.745)	(23.482)	(32.488)
Ammortamenti	3.713.132	4.044.785	3.933.314
Accantonamenti	101.520	101.520	101.520
2. Flusso finanziario prima delle variazioni del CCN	22.954.066	20.824.553	19.072.075
Variazione crediti commerciali	168.496	766.646	(745.021)
Variazione crediti verso controllate	(9.565.660)	(9.424.909)	2.357.610
Variazione rimanenze	(10.164.046)	1.983.661	(1.897.901)
Variazione debiti commerciali	11.967.166	82.950	14.677.199
Variazione debiti verso controllate	(883.798)	1.216.481	751.420
Variazione altre attività/passività a breve termine	(7.734.350)	4.639.335	(2.881.098)
3. Flusso finanziario dopo le variazioni del CCN	6.741.874	20.088.717	31.334.285
Fondi per rischi e oneri	1.898.545	1.185.363	116.287
Interessi incassati/(pagati)	(4.253.453)	(6.215.988)	(7.339.507)
Imposte sul reddito pagate	(5.661.853)	(3.867.604)	(3.381.080)
Dividendi incassati	58.521.366	-	-
Poste straordinarie (pagate)/incassate	(860.827)	(1.540.618)	464.257
4. Flusso finanziario della gestione reddituale (A)	56.385.652	9.649.870	21.194.241
(Investimenti) disinvestimenti immobilizzazioni materiali	(1.544.719)	(1.223.416)	(7.576.958)
(Investimenti) disinvestimenti immobilizzazioni immateriali	(840.697)	(642.901)	(2.037.810)
(Investimenti) disinvestimenti immobilizzazioni finanziarie	-	(5.000.012)	41.782.806
Flusso finanziario dell'attività di investimento (B)	(2.385.416)	(6.866.329)	32.168.039
Accensione mutui	190.000.000	70.000.000	50.000.000
Rimborsi mutui	(172.948.510)	(90.291.557)	(88.207.071)
Variazione altri finanziamenti a m/lungo termine e intersocietario	(96.553.682)	(28.286.635)	(13.605.238)
Dividendi (e acconti su dividendi) pagati	(20.000.000)	-	-
Flusso finanziario dell'attività di finanziamento (C)	(99.502.192)	(48.578.192)	(51.812.309)
Variazione delle disponibilità liquide nette (A+-B+-C)	(45.501.956)	(45.794.652)	1.549.971
Disponibilità liquide nette iniziali	(81.198.916)	(35.404.265)	(36.954.236)
Disponibilità liquide nette finali	(126.700.872)	(81.198.916)	(35.404.265)

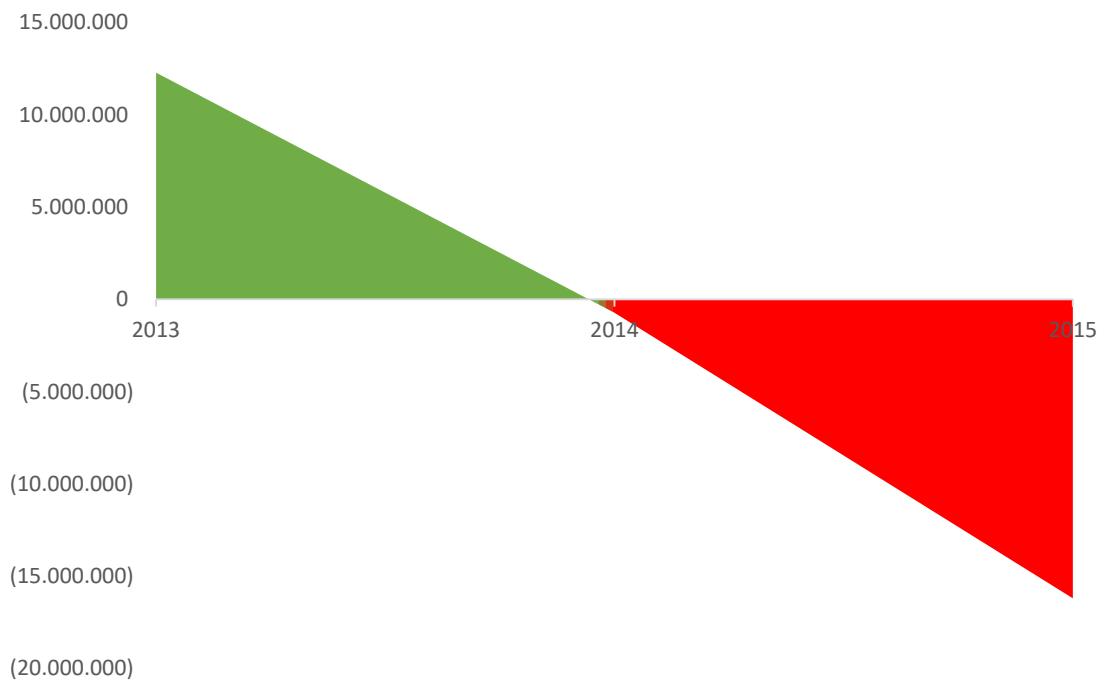
Rendiconto Finanziario 2013 2014 2015

(Le disponibilità immediate nette sono costituite dalla cassa, dai c/c bancari e postali, dagli assegni e dai c/c di finanziamento, così come precisato dallo IAS 7)

Lo schema dei flussi di liquidità generati dalle diverse aree di gestione (reddituale – finanziaria – investimenti) e il flusso di liquidità totale dato dalla somma dei precedenti tre.



Flussi di liquidità 2013 2014 2015



Liquidità generata o assorbita dal Capitale Circolante Netto Commerciale (CCNC)

3.1.3 Lucart – Società per azioni

Denominazione	Lucart S.p.a.
Forma Giuridica	Società per azioni a socio unico
Indirizzo	Via Ciarpi, 77 – 55016 – Porcari (Lucca) Italia
Telefono e Fax	0583 2140 e 0583 299051
Indirizzo Internet	www.lucart.it
Indirizzo PEC	direzionale.lucart@pec.it
Stato Attività	attiva
Data Costituzione	26/03/1953
Data Inizio Attività	26/03/1953
Numero REA	LU-0040701
Codice Fiscale	00145780466
Partita Iva	00145780466

Lucart spa è la sub-holding industriale di Lucart Group, gruppo multinazionale che con i suoi oltre 60 anni di storia oggi è leader Europeo nel settore delle carte monolucide sottili per imballaggi flessibili, leader in Italia nel settore delle carte tissue per il mercato Away From Home, il principale produttore nel sud Europa di carte tissue ecologiche destinate al mercato Consumer, il settimo gruppo Europeo in termini di capacità produttiva di carta tissue per usi igienici sanitari e il quinto produttore Europeo di carta airlaid (o carta a secco).

Lucart spa opera con 5 stabilimenti produttivi, di cui 3 in provincia di Lucca, uno in provincia di Venezia e uno in provincia di Potenza.

Di seguito sono riportati i prospetti ottenuti dalla Riclassificazione dello Stato Patrimoniale e del Conto Economico, contenuti nei bilanci della Lucart spa dal 2013 al 2015⁶¹, compresi.

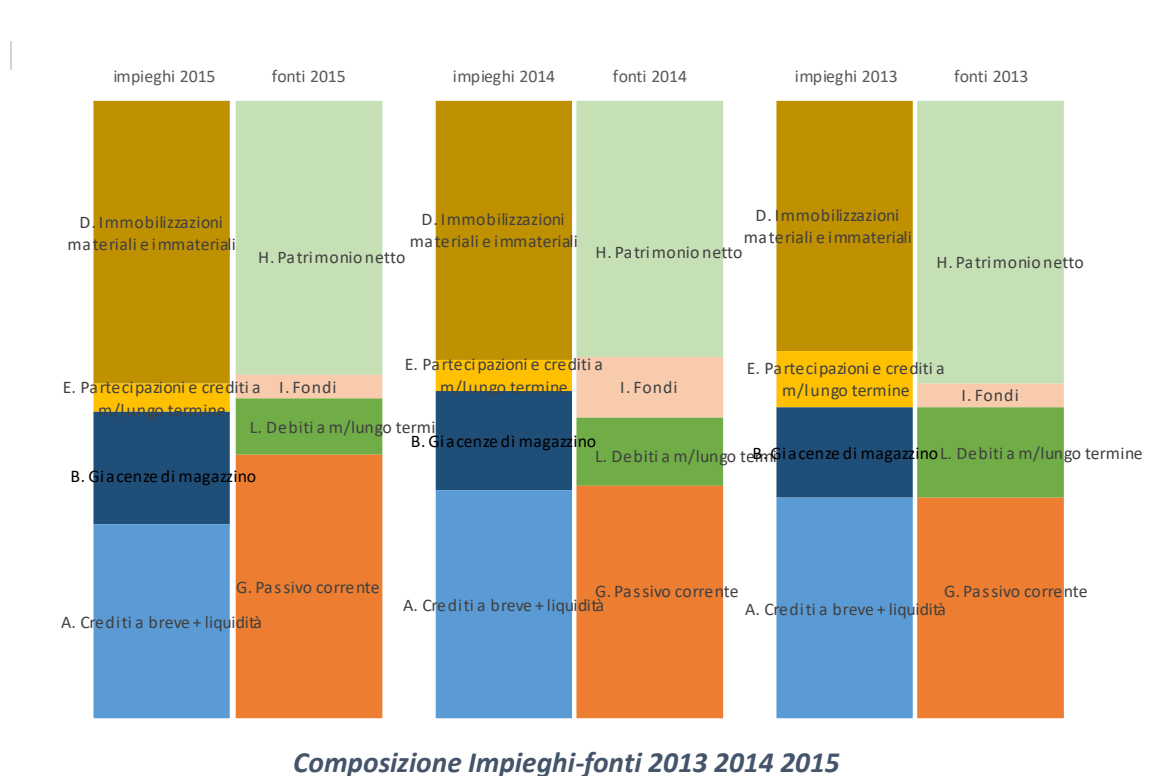
⁶¹ Lucart (2014), *“Bilancio d’esercizio 2013”*, Lucca. Lucart (2015), *“Bilancio d’esercizio 2014”*, Lucca. Lucart (2016), *“Bilancio d’esercizio 2015”*, Lucca.

Lo Stato patrimoniale riclassificato secondo il metodo finanziario:

Descrizione	31/12/2015	31/12/2014	31/12/2013
A. Crediti a breve termine e liquidità	123.949.013	162.414.640	165.426.638
B. Giacenze di magazzino	71.508.211	70.359.768	68.076.259
C. Attivo corrente (A+B)	195.457.224	232.774.408	233.502.897
D. Immobilizzazioni materiali e immateriali	180.496.885	183.525.096	186.745.506
E. Partecipazioni e crediti a m/lungo termine	17.824.484	22.446.578	42.030.400
F. Attivo fisso (D+E)	198.321.369	205.971.674	228.775.906
Totale impieghi (C+F)	393.778.593	438.746.082	462.278.803
G. Passivo corrente	167.555.420	164.579.095	164.453.202
H. Patrimonio netto	174.678.051	181.746.771	211.519.362
I. Fondi	14.648.316	42.912.891	17.288.246
L. Debiti a m/lungo termine	35.713.948	48.677.101	68.099.405
M. Risconti passivi pluriennali	-	-	-
N. Passivo a m/lungo termine (H+I+L+M)	225.040.315	273.336.763	296.907.013
Totale fonti (G+N)	393.778.593	438.746.082	462.278.803

Stato Patrimoniale riclassificato finanziario 2013 2014 2015

Di seguito gli schemi che mostrano la composizione degli impieghi e delle fonti e del loro bilanciamento.

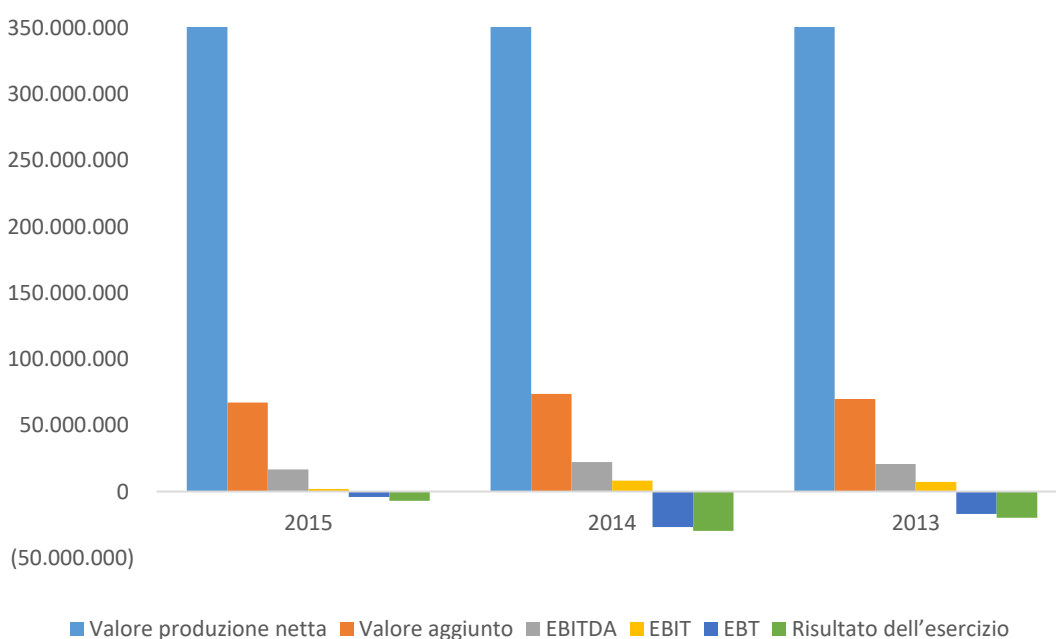


Il Conto Economico riclassificato a valore aggiunto:

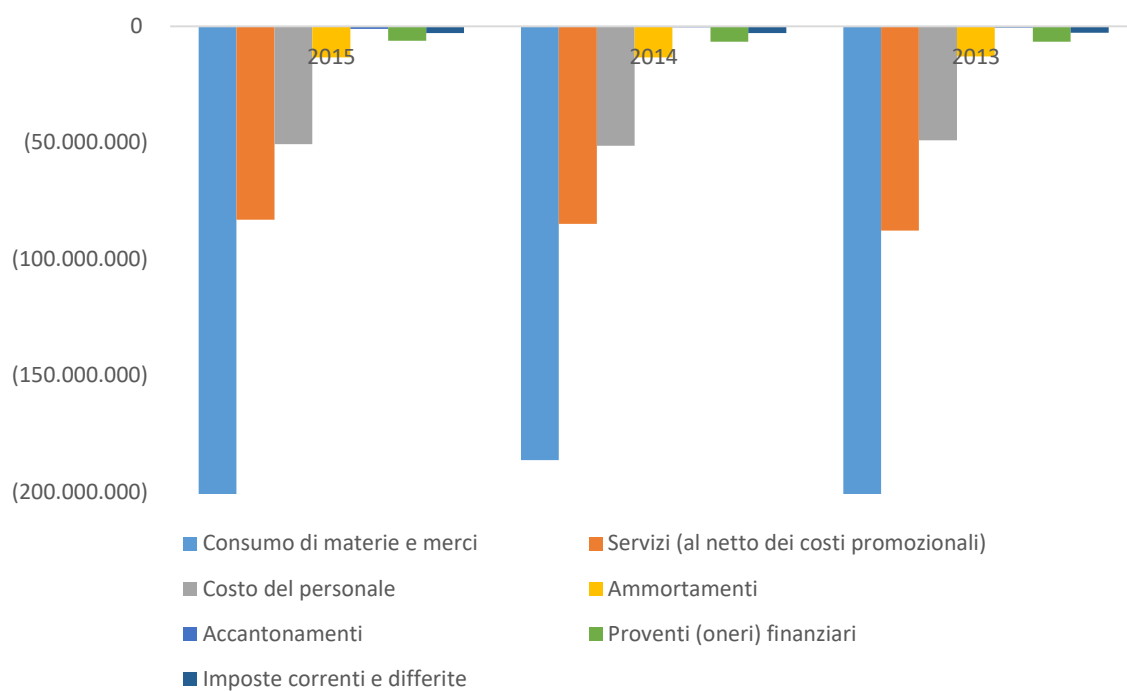
Descrizione	2015		2014		2013	
	Valori	%	Valori	%	Valori	%
Net sales	347.338.544	96,8%	341.391.124	96,9%	352.426.743	96,4%
Variazione rimanenze PF	3.704.309	1,0%	1.045.698	0,3%	90.798	0,0%
Incrementi imm lavori interni	-	-	111.035	0,0%	-	-
Altri ricavi	7.891.990	2,2%	9.758.605	2,8%	13.230.945	3,6%
Valore produzione netta	358.934.843	100,0%	352.306.462	100,0%	365.748.486	100,0%
Consumo di materie e merci	(204.433.055)	(57,0%)	(186.366.259)	(52,9%)	(206.693.453)	(56,5%)
Servizi (al netto dei costi promozionali)	(83.169.840)	(23,9%)	(84.886.186)	(24,9%)	(87.776.325)	(24,9%)
Variazione rimanenze MP	2.512.730	0,7%	(1.742.402)	(0,5%)	3.413.201	0,9%
Altri costi	(6.666.953)	(1,9%)	(5.680.089)	(1,6%)	(4.950.625)	(1,4%)
Valore aggiunto	67.177.725	18,7%	73.631.526	20,9%	69.741.284	19,1%
Costo del personale	(50.609.480)	(14,1%)	(51.398.819)	(14,6%)	(48.969.257)	(13,4%)
EBITDA	16.568.245	4,6%	22.232.707	6,3%	20.772.027	5,7%
Ammortamenti	(13.437.699)	(3,7%)	(13.390.320)	(3,8%)	(12.925.772)	(3,5%)
Accantonamenti	(1.194.278)	(0,3%)	(513.839)	(0,1%)	(591.750)	(0,2%)
EBIT	1.936.268	0,5%	8.328.548	2,4%	7.254.505	2,0%
Proventi (oneri) finanziari	(6.285.657)	(1,8%)	(6.668.187)	(1,9%)	(6.671.510)	(1,8%)
Proventi (oneri) valutari	(180.344)	(0,1%)	386.037	0,1%	(32.396)	(0,0%)
Proventi (oneri) straordinari e svalutazioni di partecipazioni	425.282	0,1%	(28.952.003)	(8,2%)	(17.470.888)	(4,8%)
EBT	(4.104.451)	(1,1%)	(26.905.605)	(7,6%)	(16.920.289)	(4,6%)
Imposte correnti e differite	(2.964.268)	(0,8%)	(2.866.985)	(0,8%)	(2.790.295)	(0,8%)
Risultato dell'esercizio	(7.068.719)	(2,0%)	(29.772.590)	(8,5%)	(19.710.584)	(5,4%)

Conto Economico a valore aggiunto 2013 2014 2015

Di seguito sono riportati gli schemi delle proporzioni dei diversi risultati economici per i tre esercizi considerati.



Risultati economici 2013 2014 2015 – Valore assoluto



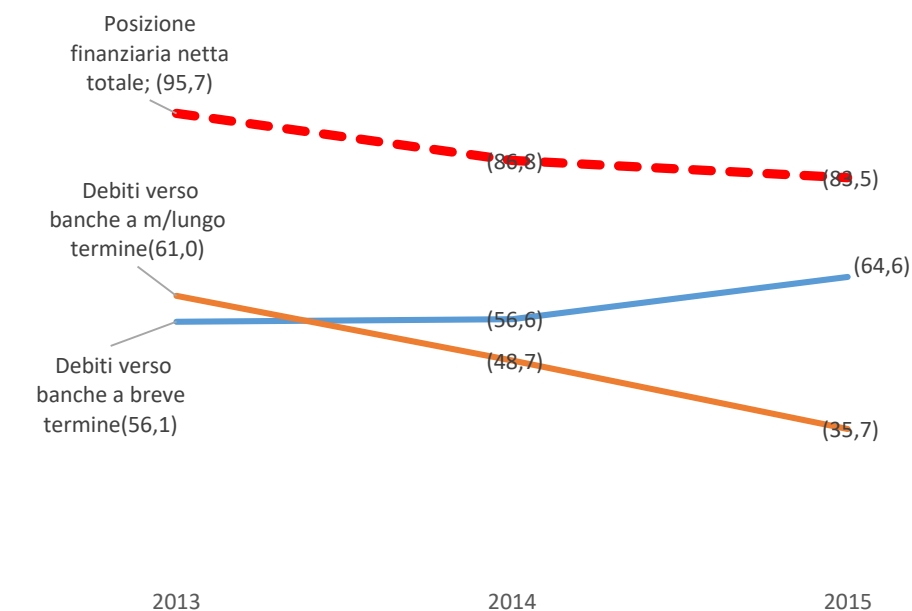
Costi d'esercizio 2013 2014 2015 – Valore Assoluto

La posizione finanziaria netta della società:

Descrizione	2015	2014	2013
	M€	M€	M€
Liquidità	11,4	8,7	11,5
Debiti verso banche a breve termine	(64,6)	(56,6)	(56,1)
Posizione finanz. netta a breve termine	(53,2)	(47,9)	(44,6)
Crediti finanziari a m/lungo termine	5,4	9,8	9,9
Debiti verso banche a m/lungo termine	(35,7)	(48,7)	(61,0)
Posizione finanz. netta a m/lungo termine	(30,3)	(38,9)	(51,1)
Posizione finanziaria netta totale	(83,5)	(86,8)	(95,7)

Posizione finanziaria netta 2013 2014 2015

Lo schema rappresenta l'evoluzione, durante i tre esercizi, delle diverse voci che compongono la posizione finanziaria netta della società.



Evoluzione posizione finanziaria netta 2013 2014 2015

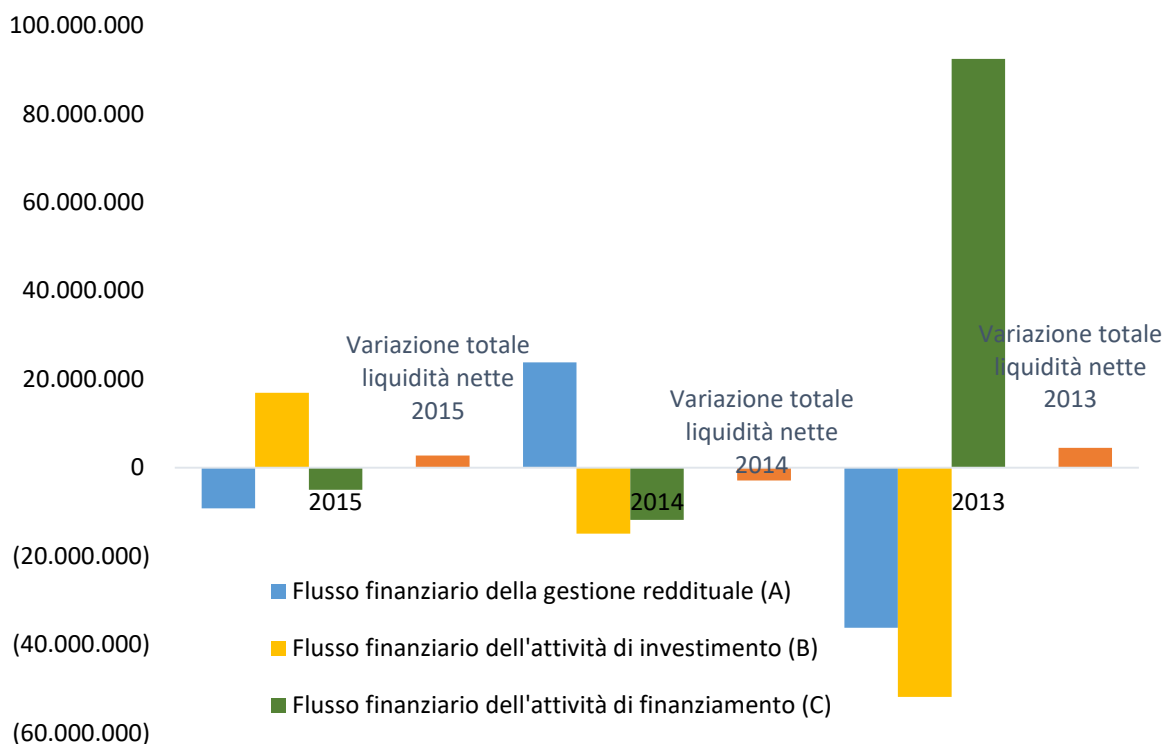
Il Rendiconto Finanziario delle liquidità immediate redatto secondo il metodo indiretto:

Descrizione	2015	2014	2013
Utile (perdita) dell'esercizio	(7.068.719)	(29.772.590)	(19.710.585)
Imposte sul reddito	2.964.268	2.866.985	2.790.295
Interessi passivi/(attivi)	6.466.001	6.282.151	6.703.906
(Plusvalenze)/Minusvalenze derivanti dalla cessione di attività	59.973	(63.112)	(39.801)
1. Utile (perdita) dell'esercizio prima d'imposte sul reddito, interessi, dividendi e plus/minusvalenze da cessione	2.421.523	(20.686.566)	(10.254.172)
Rettifiche per elementi non monetari che non hanno avuto contropartita nel capitale circolante netto			
Accantonamenti ai fondi	1.429.450	27.527.052	874.999
Ammortamenti delle immobilizzazioni	12.771.964	12.340.249	12.028.106
Svalutazioni per perdite durevoli di valore	-	1.465.115	17.856.231
2. Flusso finanziario prima delle variazioni del ccn	14.201.414	41.332.416	30.759.336
Variazioni del capitale circolante netto			
Decremento/(Incremento) delle rimanenze	(5.212.761)	1.780.810	(3.228.266)
Decremento/(Incremento) dei crediti vs clienti	16.238.247	15.608.053	(1.400.577)
Incremento/(Decremento) dei debiti verso fornitori	(863.691)	(8.944.728)	15.639.648
Decremento/(Incremento) ratei e risconti attivi	(346.979)	(272.387)	(385.399)
Incremento/(Decremento) ratei e risconti passivi	352.634	(88.364)	(20.085)
Altri decrementi/(Altri incrementi) del capitale circolante netto	(647.073)	3.629.830	(10.041.584)
Acquisizione o cessione di società controllate o di rami d'azienda al netto delle disponibilità liquide - Fusione	-	-	(48.337.353)
3. Flusso finanziario dopo le variazioni del ccn	9.520.377	11.713.214	(47.773.627)
Altre rettifiche			
Interessi incassati/(pagati)	(6.466.001)	(6.282.151)	(6.703.906)
(Imposte sul reddito pagate)	(1.621.623)	(1.651.992)	(1.841.335)
(Utilizzo dei fondi)	(27.220.587)	(621.955)	(341.120)
Totale altre rettifiche	(35.308.211)	(8.556.098)	(8.886.361)
Flusso finanziario della gestione reddituale (A)	(9.164.897)	23.802.966	(36.156.837)
Immobilizzazioni materiali			
(Flussi da investimenti)	(8.873.006)	(13.174.548)	(7.845.825)
Flussi da disinvestimenti	3.245.332	276.800	1.537.356
Immobilizzazioni immateriali			
(Flussi da investimenti)	(939.831)	(247.739)	(3.988.979)
Immobilizzazioni finanziarie			
(Flussi da investimenti)	(3.803.375)	(518.943)	-
Flussi da disinvestimenti	8.803.979	-	390.758
Attività finanziarie non immobilizzate			
(Flussi da investimenti)	(417.246)	(1.237.614)	(167.184)
Flussi da disinvestimenti	18.911.068	-	-
Acquisizione o cessione di società controllate o di rami d'azienda al netto delle disponibilità liquide - Fusione	-	-	(41.694.956)
Flusso finanziario dell'attività di investimento (B)	16.926.921	(14.902.044)	(51.768.829)
Mezzi di terzi			
Effetto fusione 2013	-	-	10.143.474
Incremento/(Decremento) debiti a breve verso banche	7.953.629	560.113	-
(Rimborso finanziamenti)	(12.963.153)	(12.344.484)	-
Mezzi propri			
Effetto fusione 2013	-	-	72.171.826
Flusso finanziario dell'attività di finanziamento (C)	(5.009.524)	(11.784.371)	92.460.409
Incremento (decremento) delle disponibilità liquide (A ± B ± C)	2.752.500	(2.883.449)	4.534.742
Disponibilità liquide a inizio esercizio	8.677.640	11.561.089	7.026.347
Disponibilità liquide a fine esercizio	11.430.140	8.677.640	11.561.089

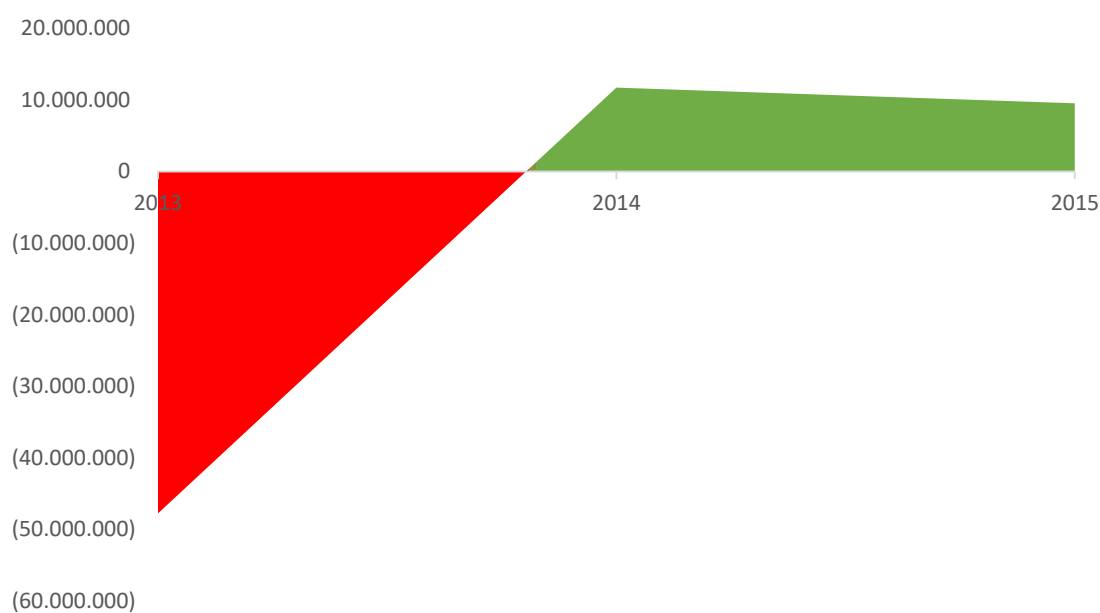
Rendiconto Finanziario 2013 2014 2015

(Le disponibilità immediate sono costituite dalla cassa, dai c/c bancari e postali e dagli assegni)

Lo schema dei valori dei flussi di liquidità generati dalle diverse aree di gestione (reddituale – finanziaria – investimenti) e del flusso di liquidità totale dato dalla somma dei precedenti tre.



Flussi di liquidità 2013 2014 2015



Liquidità generata o assorbita dal Capitale Circolante Netto Commerciale (CCNC)

3.1.4 Industrie Cartarie Tronchetti – ICT – Società per azioni

Denominazione	Industrie Cartarie Tronchetti S.p.a.
Forma Giuridica	Società per azioni
Indirizzo	Via Provinciale Ludovica – 55023 – Borgo a Mozzano (Lucca) Italia
Telefono e Fax	0583 888888 e 0583 888990
Indirizzo Internet	www.foxy.it
Stato Attività	attiva
Data Costituzione	26/03/1976
Data Inizio Attività	26/03/1976
Numero REA	LU-0089688
Codice Fiscale	00366330462
Partita Iva	00366330462

La ICT, Industrie Cartarie Tronchetti, nacque nel 1952 nella Lucchesia, in Toscana, come piccola realtà a gestione familiare attiva nel settore cartario. Oggi Industrie Cartarie Tronchetti (ICT) è una realtà giovane e dinamica, divenuta uno dei produttori di riferimento per il mercato Italiano come per quello Europeo. L'azienda ha incentrato la sua politica su 3 principi cardine: qualità da leader dei prodotti, efficienza e servizio.

La produzione e la trasformazione si avvalgono in Europa di 6 stabilimenti, di cui 4 in Italia, 1 in Polonia (ICT Poland) e 1 in Spagna (ICT Iberica). Gli stabilimenti italiani sono ubicati in Toscana e, più precisamente, 3 in provincia di Lucca e il quarto a Monzone, provincia di Massa. La capacità produttiva globale del Gruppo ICT ammonta al momento a circa 400.000 tonnellate annue, ripartite su 8 macchine di cartiera.

Di seguito sono riportati i prospetti ottenuti dalla Riclassificazione dello Stato Patrimoniale e del Conto Economico, contenuti nei bilanci della ICT spa dal 2013 al 2015⁶², compresi.

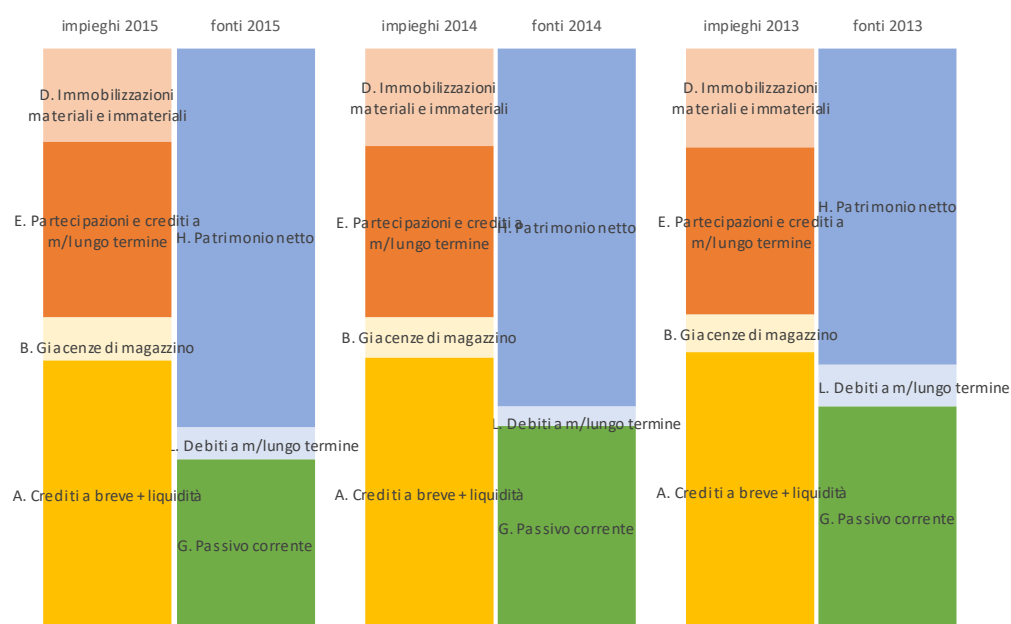
⁶² Industrie Cartarie Tronchetti (2014), *“Bilancio d’esercizio 2013”*, Lucca. Industrie Cartarie Tronchetti (2015), *“Bilancio d’esercizio 2014”*, Lucca. Industrie Cartarie Tronchetti (2016), *“Bilancio d’esercizio 2015”*, Lucca.

Lo Stato patrimoniale riclassificato secondo il metodo finanziario:

Descrizione	31/12/2015	31/12/2014	31/12/2013
A. Crediti a breve termine, liquidità, ratei e risconti	185.838.262	186.987.005	193.145.523
B. Giacenze di magazzino	29.683.234	26.841.398	26.270.465
C. Attivo corrente (A+B)	215.521.496	213.828.403	219.415.988
D. Immobilizzazioni materiali e immateriali	64.610.757	67.209.500	69.026.683
E. Partecipazioni e crediti a m/lungo termine	120.093.397	117.593.397	116.562.323
F. Attivo fisso (D+E)	184.704.154	184.802.897	185.588.986
Totale impieghi (C+F)	400.225.650	398.631.300	405.004.974
G. Passivo corrente + ratei e risconti	114.849.438	136.732.821	152.326.447
H. Patrimonio netto	256.120.762	240.556.122	216.337.235
I. Fondi	7.084.397	7.816.041	7.972.298
L. Debiti a m/lungo termine	22.171.053	13.526.316	28.368.994
M. Risconti passivi pluriennali	-	-	-
N. Passivo a m/lungo termine (H+I+L+M)	285.376.212	261.898.479	252.678.527
Totale fonti (G+N)	400.225.650	398.631.300	405.004.974

Stato Patrimoniale riclassificato finanziario 2013 2014 2015

Di seguito sono riportati gli schemi che mostrano la composizione degli impieghi e delle fonti e del loro bilanciamento.



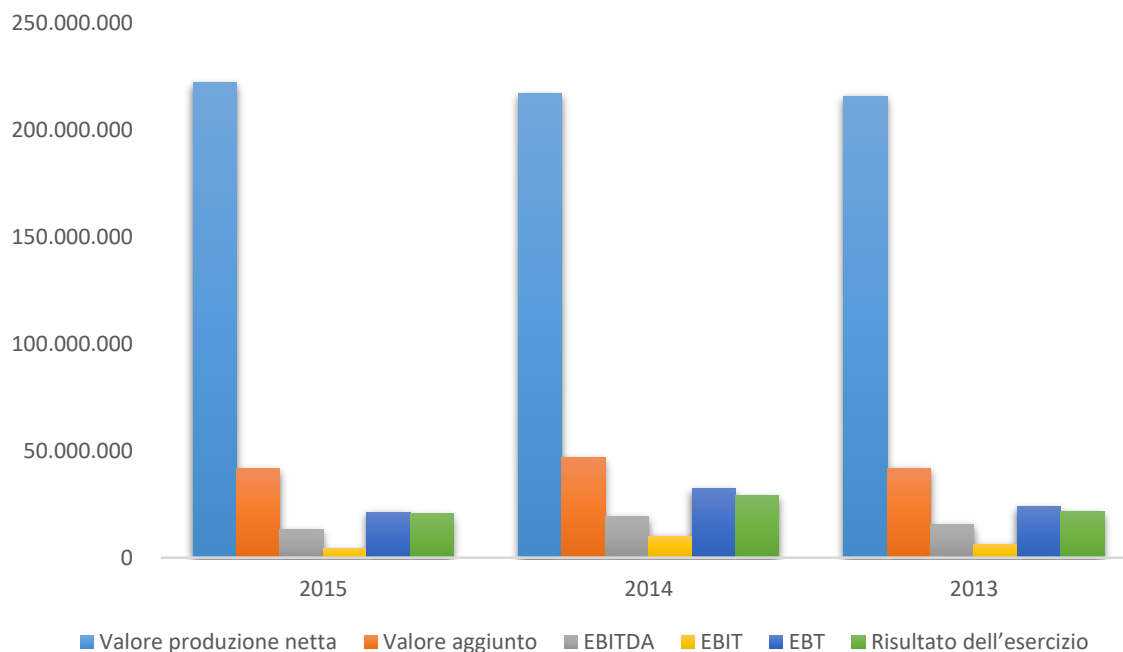
Composizione Impieghi-fonti 2013 2014 2015

Il Conto Economico riclassificato a valore aggiunto:

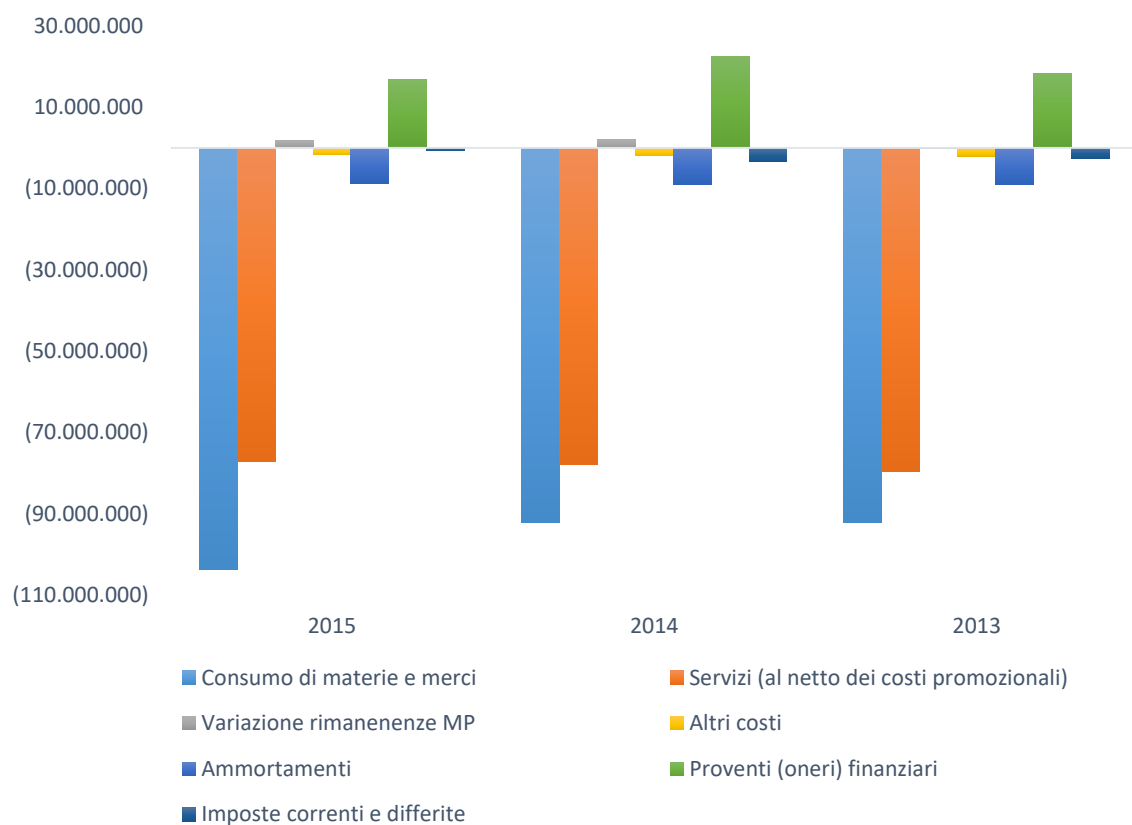
Descrizione	2015		2014		2013	
	Valori	%	Valori	%	Valori	%
Net sales	210.305.717	94,7%	207.495.326	95,7%	208.242.329	96,5%
Variazione rimanenze PF	1.009.346	0,5%	(1.427.445)	(0,7%)	387.867	0,2%
Incrementi imm lavori interni	619.020	-	484.165	0,2%	-	-
Altri ricavi	10.256.592	4,6%	10.304.132	4,8%	7.273.929	3,4%
Valore produzione netta	222.190.675	100,0%	216.856.178	100,0%	215.904.125	100,0%
Consumo di materie e merci	(103.653.241)	(46,7%)	(92.205.452)	(42,5%)	(92.082.205)	(42,6%)
Servizi (al netto dei costi promozionali)	(77.069.992)	(36,6%)	(77.889.686)	(37,5%)	(79.596.731)	(38,2%)
Variazione rimanenze MP	1.832.491	0,8%	1.998.378	0,9%	-233.201	(0,9%)
Altri costi	(1.697.358)	(0,8%)	(1.999.146)	(0,9%)	(2.045.386)	#RIFI
Valore aggiunto	41.602.575	18,7%	46.760.272	21,6%	41.946.602	19,4%
Costo del personale	(28.618.826)	(12,9%)	(27.633.803)	(12,7%)	(26.515.699)	(12,3%)
EBITDA	12.983.749	5,8%	19.126.469	8,8%	15.430.903	7,1%
Ammortamenti	(8.744.161)	(3,9%)	(9.048.498)	(4,2%)	(9.071.576)	(4,2%)
EBIT	4.239.588	1,9%	10.077.971	4,6%	6.359.327	2,9%
Proventi (oneri) finanziari	16.758.864	7,5%	22.601.505	10,4%	18.304.731	8,5%
Proventi (oneri) valutari	279.488	0,1%	(315.000)	(0,1%)	(535.639)	(0,2%)
Proventi (oneri) straordinari e svalutazioni di partecipazioni	-		-		(116.703)	(0,1%)
EBT	21.277.940	9,6%	32.364.476	14,9%	24.011.716	11,1%
Imposte correnti e differite	(736.899)	(0,3%)	(3.463.188)	(1,6%)	(2.480.592)	(1,1%)
Risultato dell'esercizio	20.541.041	9,2%	28.901.288	13,3%	21.531.124	10,0%

Conto Economico a valore aggiunto 2013 2014 2015

Di seguito riportati gli schemi delle proporzioni dei diversi risultati economici per i tre esercizi considerati.



Risultati economici 2013 2014 2015 – Valore assoluto



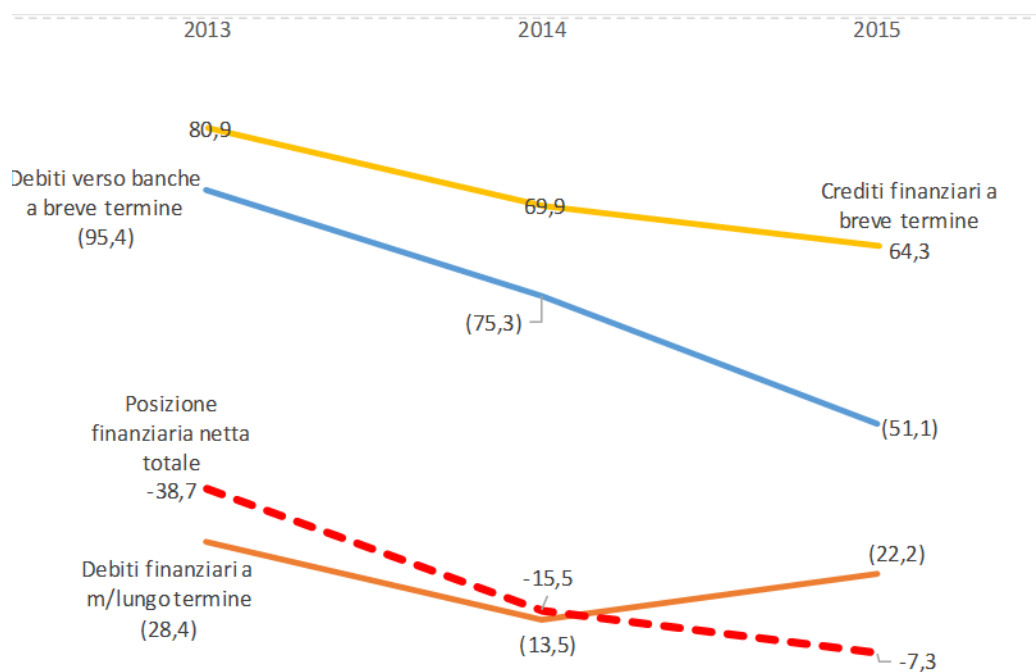
Costi d'esercizio 2013 2014 2015 – Valore Assoluto

La posizione finanziaria netta della società:

Descrizione	2015	2014	2013
	M€	M€	M€
Liquidità	1,7	3,4	4,2
Crediti finanziari a breve termine	64,3	69,9	80,9
Debiti verso banche a breve termine	(51,1)	(75,3)	(95,4)
Posizione finanz. netta a breve termine	14,9	(2,0)	(10,3)
Debiti finanziari a m/lungo termine	(22,2)	(13,5)	(28,4)
Debiti rappresentati da titoli di credito			
Debiti verso altri finanziatori			
Posizione finanz. netta a m/lungo termine	(22,2)	(13,5)	(28,4)
Posizione finanziaria netta totale	(7,3)	(15,5)	(38,7)

Posizione finanziaria netta 2013 2014 2015

Lo schema rappresenta l'evoluzione, durante i tre esercizi, delle diverse voci che compongono la posizione finanziaria netta della società.



Evoluzione posizione finanziaria netta 2013 2014 2015

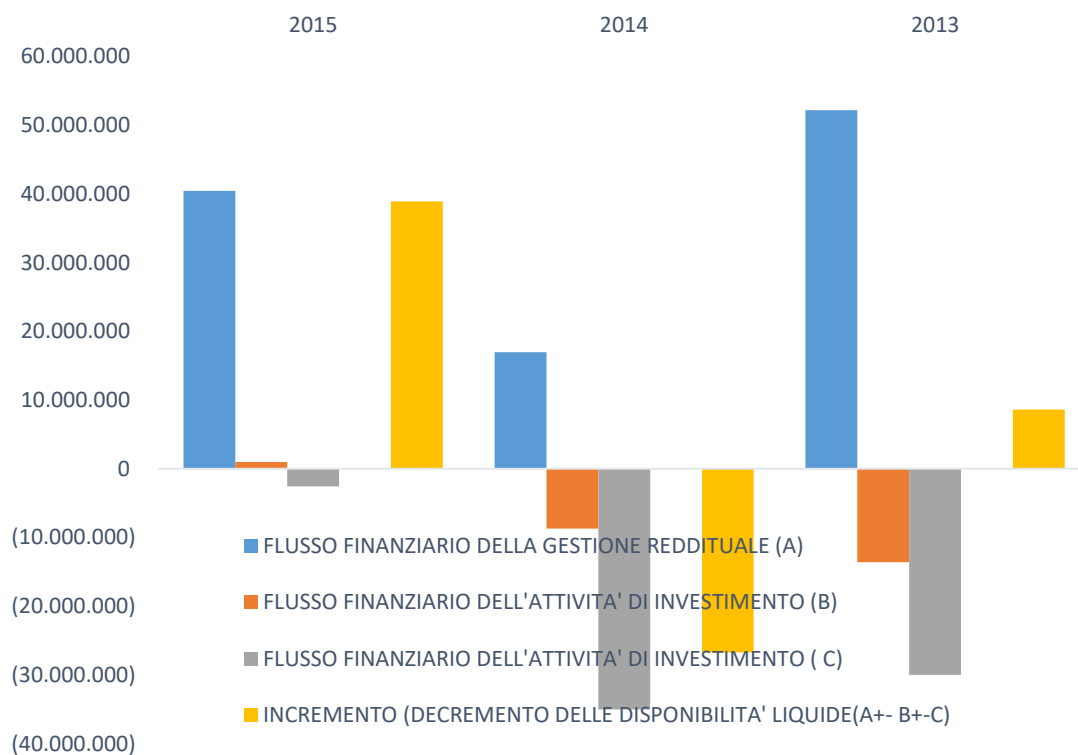
Il Rendiconto Finanziario delle liquidità immediate redatto secondo il metodo indiretto:

Descrizione	2015	2014	2013
Utile (perdita) dell'esercizio	20.541.041	28.901.288	21.531.124
Imposte sul reddito	736.899	3.463.188	2.480.592
Dividendi	-	-	-
Oneri (proventi) finanziari	(16.758.864)	(22.601.505)	(17.233.453)
Oneri (proventi) valutari	(279.488)	315.000	(535.639)
Plusvalenze nette alienazione attività	(53.000)	(14.000)	(4.000)
1. Utile (perdita) dell'esercizio prima d'imposte sul reddito, interessi, dividendi e plus/minusvalenze da cessione	4.188.603	10.065.985	6.238.624
Ammortamenti	8.314.161	8.530.498	8.506.895
Variazione netta fondo TFR	(141.125)	(85.648)	(127.014)
Variazione netta fondo imposte differite	(451.785)	(16.907)	(137.896)
Variazione netta fondo rischi e oneri	(138.734)	(53.702)	(70.142)
2. Flusso finanziario prima delle variazioni del CCN	11.771.120	18.440.226	14.410.467
Diminuzione(aumento) dei crediti dell'attivo circolante	(6.209.035)	(5.528.847)	2.015.876
Diminuzione(aumento) rimanenze	(2.841.836)	(571.125)	(155.243)
Diminuzione(aumento) dei debiti vs fornitori e altri debiti	2.399.029	4.515.140	(2.580.847)
Diminuzione(aumento) altre voci CCN	(27.939)	(169.974)	454.054
3. Flusso finanziario dopo le variazioni del CCN	5.091.339	16.685.420	14.144.307
Fondi per rischi e oneri	-	-	-
Interessi incassati/(pagati)	17.038.352	22.286.505	17.769.092
Imposte sul reddito pagate	(736.899)	(3.463.188)	(2.480.592)
Dividendi incassati	-	-	-
Poste straordinarie (pagate)/incassate	-	-	-
Flusso finanziario della gestione reddituale (A)	21.392.792	35.508.737	29.432.807
(Investimenti) disinvestimenti immobilizzazioni materiali	(3.028.964)	(2.778.978)	(1.612.014)
(Investimenti) disinvestimenti immobilizzazioni immateriali	(2.723.123)	(3.936.014)	(3.540.049)
(Investimenti) disinvestimenti immobilizzazioni finanziarie	(2.500.021)	(1.031.019)	-
Prezzo di realizzo o valore di rimborso immobilizzazioni	90.236	15.997	5.947
Flusso finanziario dell'attività di investimento (B)	(8.161.872)	(7.730.014)	(5.152.063)
Nuovi finanziamenti	20.000.000	-	-
Rimborsi finanziamenti	(15.593.048)	(17.462.854)	(9.368.087)
Aumento (diminuzione) dei debiti a breve vs banche	(20.000.000)	(17.400.000)	17.639.075
Aumento (diminuzione) dei debiti finanziari vs controllate	-	-	(32.208.974)
Diminuzione (aumento) dei crediti finanziari verso controllate	5.620.035	11.060.012	1.775.120
Dividendi (e acconti su dividendi) pagati	(4.975.987)	(4.681.849)	(4.682.036)
Flusso finanziario dell'attività di finanziamento (C)	(14.949.000)	(28.484.691)	(26.844.902)
Variazione delle disponibilità liquide nette (A+B+C)	(1.718.080)	(705.968)	(2.564.158)
Disponibilità liquide nette iniziali	3.445.125	4.154.968	6.743.120
Disponibilità liquide nette finali	1.724.065	3.445.125	4.155.058

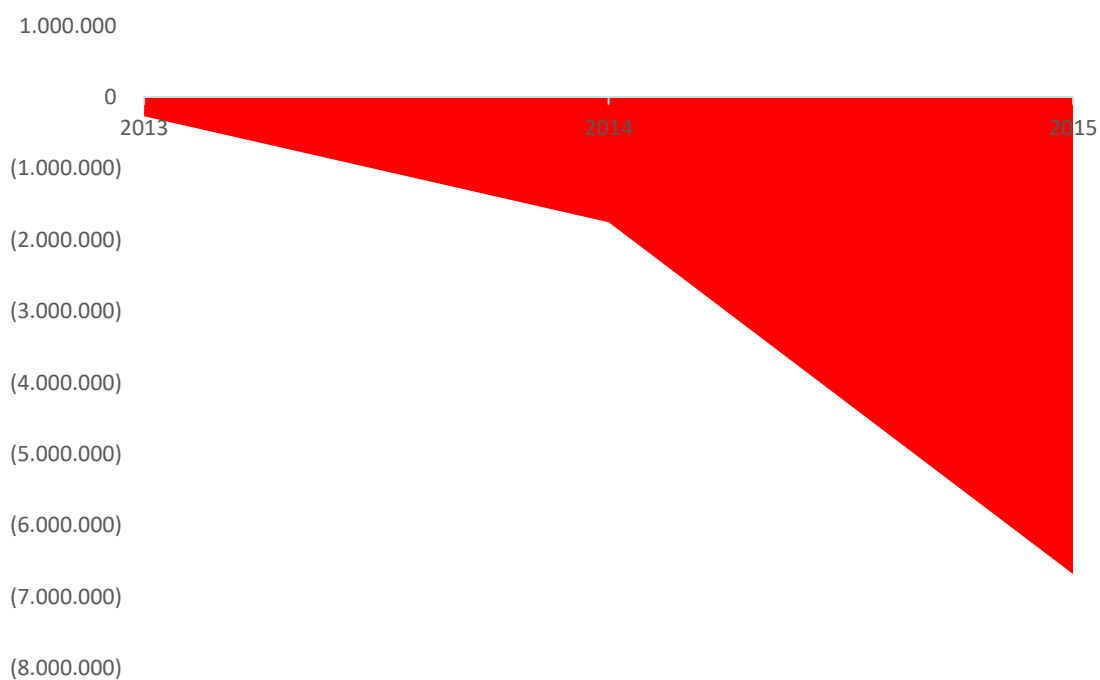
Rendiconto Finanziario 2013 2014 2015

(Le disponibilità immediate sono costituite dalla cassa, dai c/c bancari e postali e dagli assegni)

Lo schema dei valori dei flussi di liquidità generati dalle diverse aree di gestione (reddituale – finanziaria – investimenti) e del flusso di liquidità totale dato dalla somma dei precedenti tre.



Flussi di liquidità 2013 2014 2015



Liquidità generata o assorbita dal Capitale Circolante Netto Commerciale (CCNC)

3.1.5 Cartiera San Rocco – Società per azioni

Denominazione	Cartiera San Rocco S.p.a.
Forma Giuridica	Società per azioni
Indirizzo	Via delle Cartiere, 76 Villa Basilica (LU) - 55019 (Lucca) Italia
Telefono e Fax	0572 43017 e 0572 43446
Indirizzo Internet	www.cartierasrocco.it
Stato Attività	attiva
Indirizzo PEC	cartierasrocco@legalmail.it
Data Costituzione	30/07/1982
Data Inizio Attività	30/07/1982
Numero REA	LU000112111
Codice Fiscale	00996740460
Partita Iva	00996740460

L'azienda, costituita nel 1982, ha operato inizialmente nel settore delle “carte veline” per calzaturifici. Nel 1984 ha acquistato il complesso industriale attuale, che opera nel settore della produzione di carta tissue per uso igienico-domestico-sanitario. Nel marzo 1985 veniva messa in attività la macchina continua per la produzione di carta tissue per uso igienico sanitario. Nell'agosto 1986 veniva chiuso il vecchio stabilimento dove si produceva carta velina. L'affermazione in termini di qualità dei prodotti offerti, ha spinto i soci ad effettuare, nel 1998, un investimento significativo diretto all'implementazione di una nuova macchina continua con un aumento della capacità produttiva e con un ampliamento dei fabbricati industriali di circa 6000 mq.

Il cospicuo piano di investimenti ha modificato significativamente la struttura produttiva dell'azienda, entrando a regime nella primavera del 1998; perciò si può considerare il 1998 come l'anno di svolta.

Di seguito sono riportati i prospetti ottenuti dalla Riclassificazione dello Stato Patrimoniale e del Conto Economico, contenuti nei bilanci della cartiera S.Rocco spa dal 2013 al 2015⁶³, compresi.

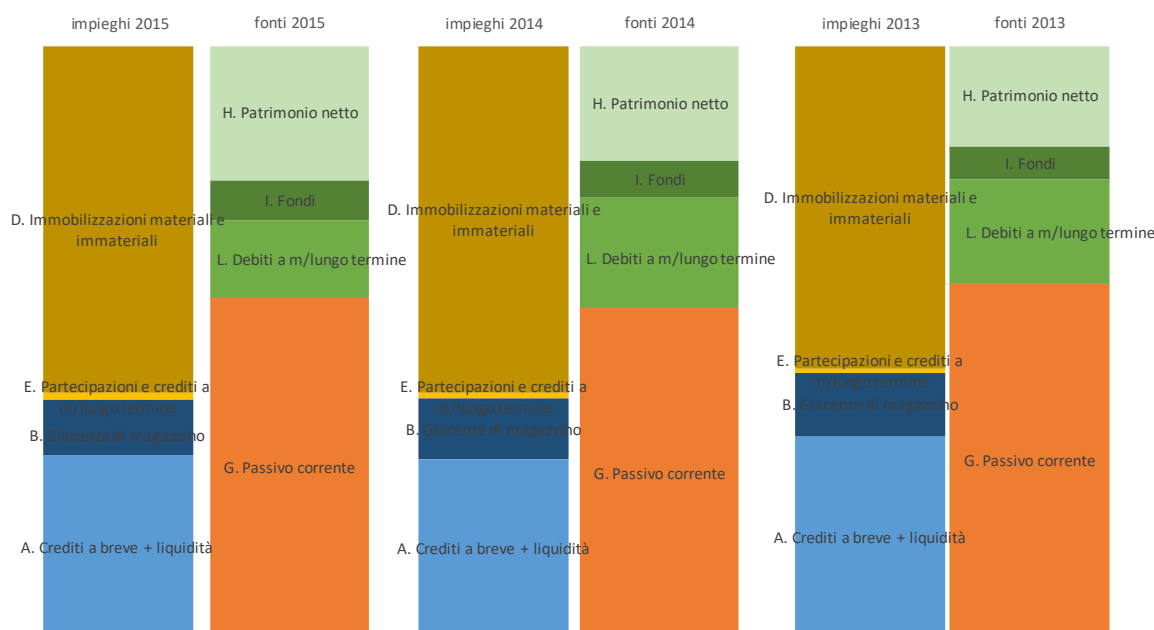
⁶³ Cartiera S.Rocco (2014), *“Bilancio D'esercizio 2013”*, Lucca. Cartiera S.Rocco (2015), *“Bilancio D'esercizio 2014”*, Lucca. Cartiera S.Rocco (2016), *“Bilancio D'esercizio 2015”*, Lucca

Lo Stato patrimoniale riclassificato secondo il metodo finanziario:

Descrizione	31/12/2015	31/12/2014	31/12/2013
A. Crediti a breve termine e liquidità	4.089.265	4.087.340	4.897.240
B. Giacenze di magazzino	1.271.842	1.401.290	1.554.814
C. Attivo corrente (A+B)	5.361.107	5.488.630	6.452.054
D. Immobilizzazioni materiali e immateriali	7.844.619	8.001.689	7.871.103
E. Partecipazioni e crediti a m/lungo termine	136.420	116.512	99.277
F. Attivo fisso (D+E)	7.981.039	8.118.201	7.970.380
Totale impieghi (C+F)	13.342.146	13.606.831	14.422.434
G. Passivo corrente	7.614.903	7.551.947	8.611.486
H. Patrimonio netto	3.042.196	2.650.368	2.454.160
I. Fondi	901.421	836.196	823.788
L. Debiti a m/lungo termine	1.783.626	2.568.320	2.533.000
M. Risconti passivi pluriennali	-	-	-
N. Passivo a m/lungo termine (H+I+L+M)	5.727.243	6.054.884	5.810.948
Totale fonti (G+N)	13.342.146	13.606.831	14.422.434

Stato Patrimoniale riclassificato finanziario 2013 2014 2015

Di seguito sono riportati gli schemi che mostrano la composizione degli impieghi e delle fonti e del loro bilanciamento.



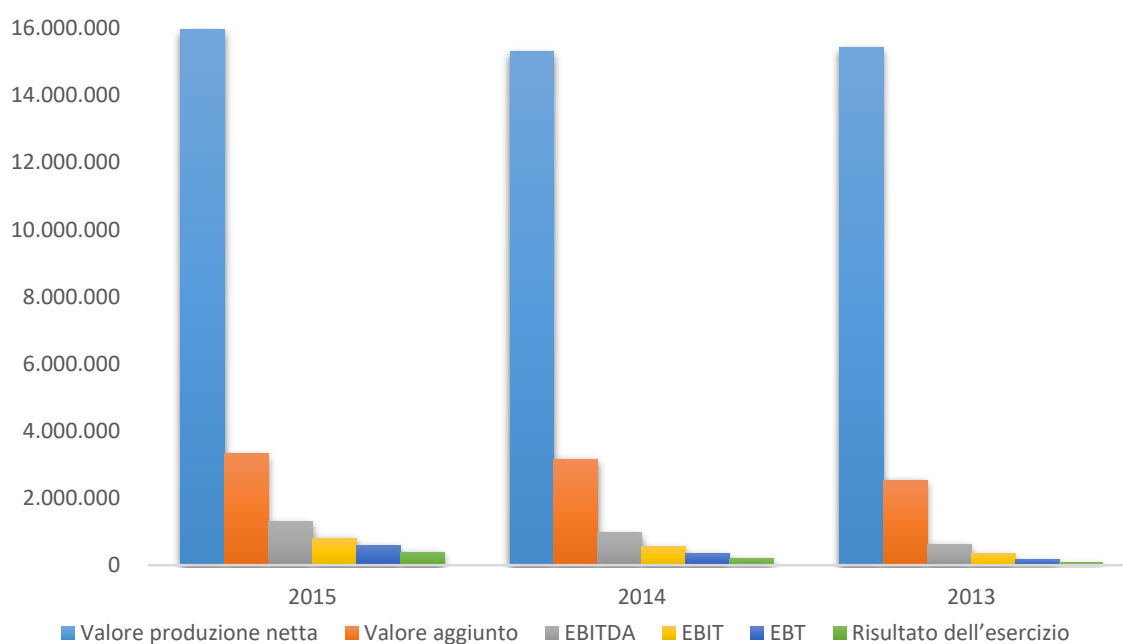
Composizione Impieghi-fonti 2013 2014 2015

1 Conto Economico riclassificato a valore aggiunto:

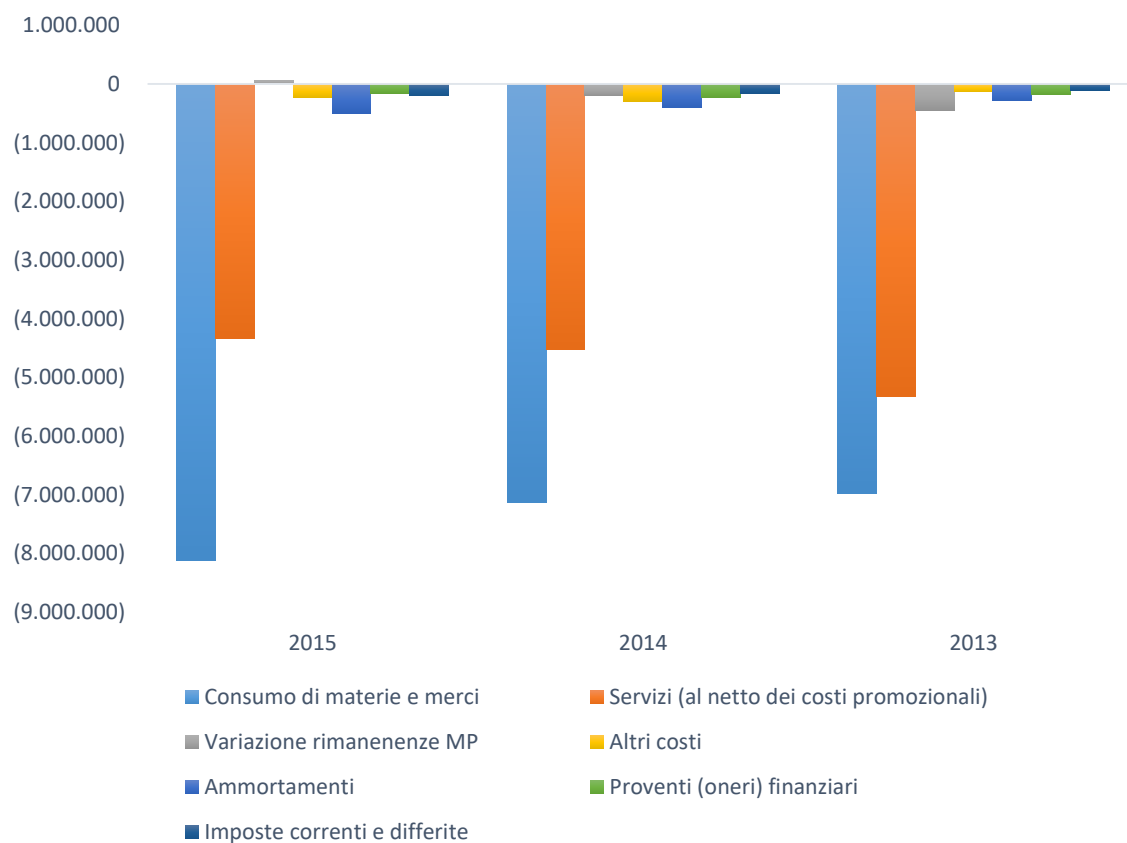
Descrizione	2015		2014		2013	
	Valori	%	Valori	%	Valori	%
Net sales	15.776.645	98,9%	14.720.589	96,2%	14.998.971	97,3%
Variazione rimanenze PF	(187.783)	(1,2%)	40.183	0,3%	(91.099)	(0,6%)
Incrementi imm lavori interni	-	-	-	-	-	-
Altri ricavi	370.180	2,3%	537.116	3,5%	507.852	3,3%
Valore produzione netta	15.959.042	100,0%	15.297.888	100,0%	15.415.724	100,0%
Consumo di materie e merci	(8.114.376)	(50,8%)	(7.125.021)	(46,6%)	(6.976.244)	(45,3%)
Servizi (al netto dei costi promozionali)	(4.342.217)	(27,5%)	(4.523.555)	(30,7%)	(5.317.444)	(35,5%)
Variazione rimanenze MP	58.335	0,4%	(193.709)	(1,3%)	(452.782)	(0,8%)
Altri costi	(227.888)	(1,4%)	(291.991)	(1,9%)	(129.692)	#RIFI
Valore aggiunto	3.332.896	20,9%	3.163.612	20,7%	2.539.562	16,5%
Costo del personale	(2.021.068)	(12,7%)	(2.194.831)	(14,3%)	(1.908.893)	(12,4%)
EBITDA	1.311.828	8,2%	968.781	6,3%	630.669	4,1%
Ammortamenti	(508.180)	(3,2%)	(408.140)	(2,7%)	(287.940)	(1,9%)
Accantonamenti	-	-	-	-	-	-
EBIT	803.648	5,0%	560.641	3,7%	342.729	2,2%
Proventi (oneri) finanziari	(157.854)	(1,0%)	(234.724)	(1,5%)	(178.635)	(1,2%)
Proventi (oneri) valutari	-	-	-	-	-	-
Proventi (oneri) straordinari e svalutazioni di partecipazioni	(50.529)	(0,3%)	26.854	0,2%	15.061	0,1%
EBT	595.265	3,7%	352.771	2,3%	179.155	1,2%
Imposte correnti e differite	(203.434)	(1,3%)	(156.566)	(1,0%)	(103.678)	(0,7%)
Risultato dell'esercizio	391.831	2,5%	196.205	1,3%	75.477	0,5%

Conto Economico a valore aggiunto 2013 2014 2015

Di seguito sono riportati gli schemi delle proporzioni dei diversi risultati economici per i tre esercizi considerati.



Risultati economici 2013 2014 2015 – Valore assoluto



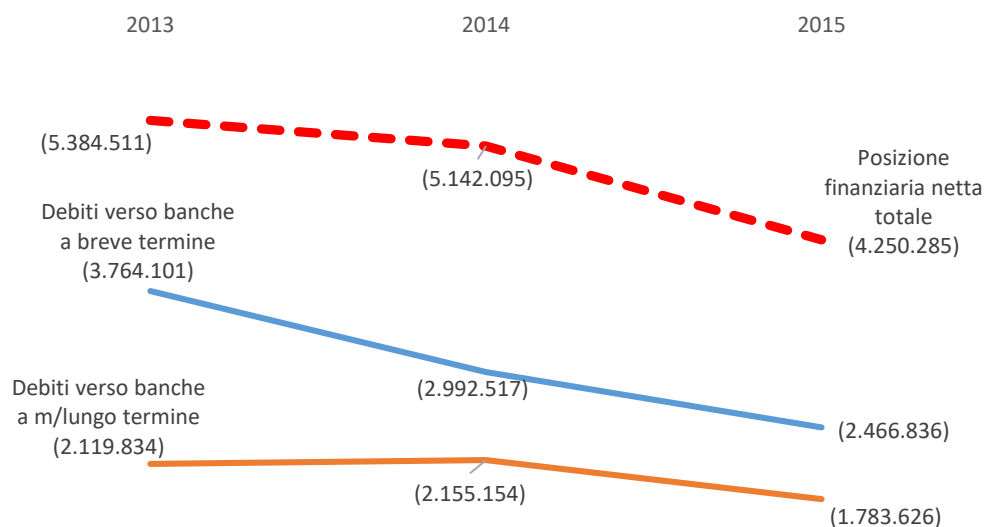
Costi d'esercizio 2013 2014 2015 – Valore Assoluto

La posizione finanziaria netta della società:

Descrizione	2015	2014	2013
Liquidità	177	5.576	499.424
Debiti verso banche a breve termine	(2.466.836)	(2.992.517)	(3.764.101)
Posizione finanz. netta a breve termine	(2.466.659)	(2.986.941)	(3.264.677)
Crediti finanziari a m/lungo termine			
Debiti verso banche a m/lungo termine	(1.783.626)	(2.155.154)	(2.119.834)
Posizione finanz. netta a m/lungo termine	(1.783.626)	(2.155.154)	(2.119.834)
Posizione finanziaria netta totale	(4.250.285)	(5.142.095)	(5.384.511)

Posizione finanziaria netta 2013 2014 2015

Lo schema rappresenta l'evoluzione, durante i tre esercizi, delle diverse voci che compongono la posizione finanziaria netta della società.



Evoluzione posizione finanziaria netta 2013 2014 2015

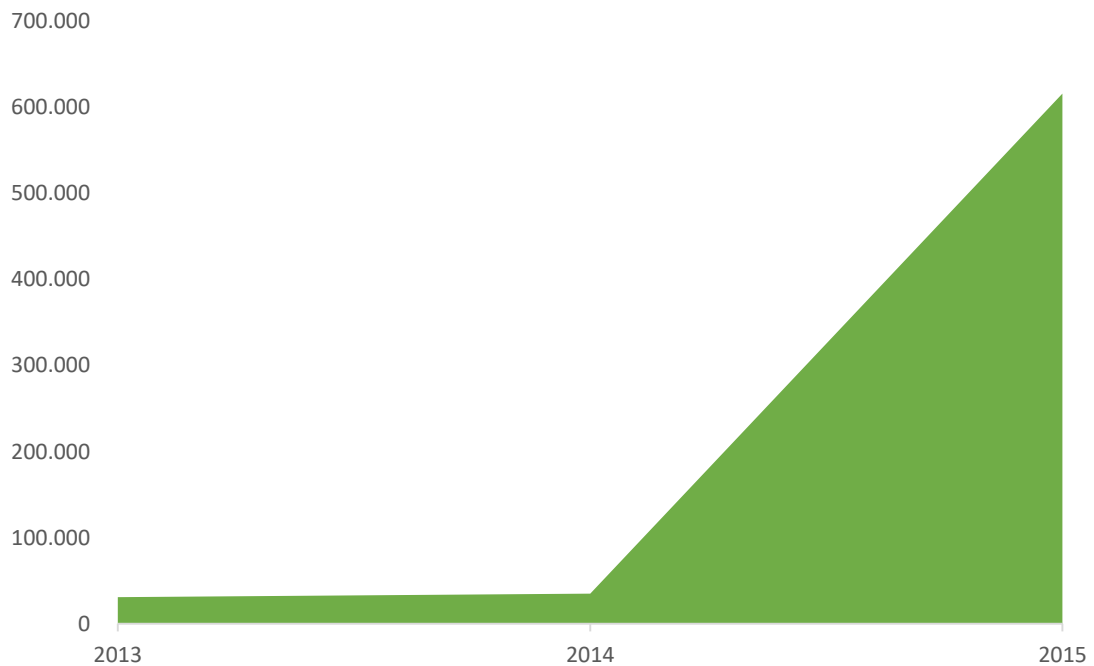
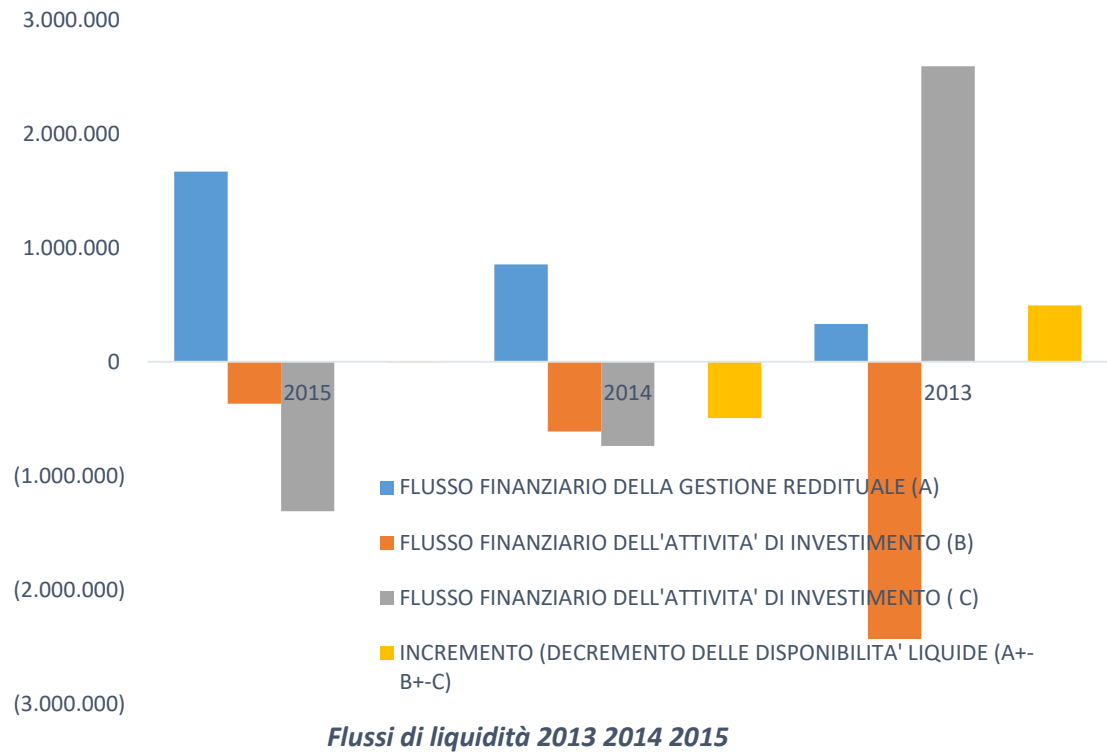
Il Rendiconto Finanziario delle liquidità immediate redatto secondo il metodo indiretto:

Descrizione	2015	2014	2013
Utile d'esercizio	391.831	196.206	75.477
Imposte sul reddito	203.434	156.566	81.728
Oneri (proventi) finanziari	157.859	234.726	178.635
Plusvalenze nette derivanti da cessione di attività	(2.382)	(9.370)	(13.609)
1. Utile (perdita) dell'esercizio prima d'imposte sul reddito, interessi, dividendi e plus/minusvalenze da cessione	750.742	578.128	322.231
<i>Rettifiche per elementi non monetari che non hanno avuto contropartita nel CCN</i>			
Accantonamento a fondi	106.163	99.820	95.525
Ammortamenti	505.341	406.511	284.719
2. Flusso finanziario prima delle variazioni del ccn	1.362.246	1.084.459	702.475
Decremento/(incremento) delle rimanenze	129.448	153.524	543.881
Decremento/(incremento) dei crediti vs clienti (anche infragruppo)	(147.626)	295.353	(590.631)
Incremento/(decremento) dei debiti verso fornitori (anche infragruppo)	664.013	(552.441)	90.405
Decremento/(incremento) ratei e risconti attivi	173	191	5.872
Incremento/(decremento) ratei e risconti passivi	19.656	(1.615)	(3.841)
Altri decrementi/(altri incrementi) del capitale circolante netto	(49.687)	140.118	(14.897)
3) Flusso finanziario dopo le variazioni del ccn	1.978.223	1.119.589	733.264
<i>Altre rettifiche</i>			
Interessi incassati/(pagati)	(157.859)	(234.726)	(175.386)
(Imposte sul reddito pagate)	(111.489)		(98.664)
Utilizzo dei fondi	(38.099)	(30.486)	(53.359)
FLUSSO FINANZIARIO DELLA GESTIONE REDDITUALE (A)	1.670.776	854.377	333.693
- (Investimenti)	(318.928)	(616.605)	(2.395.866)
- Prezzo di realizzo disinvestimenti	2.758	21.879	16.645
Immobilizzazioni materiali	(316.170)	(594.726)	(2.379.221)
- (Investimenti)	(29.719)	0	(43.804)
- Prezzo di realizzo disinvestimenti	0	0	0
Immobilizzazioni immateriali	(29.719)	0	(43.804)
- (Investimenti)	(19.908)	(17.235)	(7.113)
- Prezzo di realizzo disinvestimenti		0	0
Immobilizzazioni finanziarie	(19.908)	(17.235)	(7.113)
FLUSSO FINANZIARIO DELL'ATTIVITA' DI INVESTIMENTO (B)	(365.797)	(611.961)	(2.430.138)
Mezzi di terzi			
- Incremento (decremento) debiti a breve verso banche	(525.396)	(871.358)	480.449
- Accensione finanziamenti	0	430.000	2.300.000
- Rimborso finanziamenti	(784.980)	(294.906)	(187.312)
Flussi finanziari da Mezzi di Terzi	(1.310.376)	(736.264)	2.593.137
Mezzi propri			
Flussi da finanziari da Mezzi Propri	0	0	0
FLUSSO FINANZIARIO DELL'ATTIVITA' DI INVESTIMENTO (C)	(1.310.376)	(736.264)	2.593.137
INCREMENTO (DECREMENTO DELLE DISPONIBILITA' LIQUIDE (A+- B+-C)	(5.399)	(493.848)	496.690
DISPONIBILITA' LIQUIDE A INIZIO ESERCIZIO	5.576	499.424	2.734
DISPONIBILITA' LIQUIDE A FINE ESERCIZIO	177	5.576	499.424

Rendiconto Finanziario 2013 2014 2015

(Le disponibilità immediate sono costituite dalla cassa, dai c/c bancari e postali e dagli assegni)

Lo schema dei valori dei flussi di liquidità generati dalle diverse aree di gestione (reddituale – finanziaria – investimenti) e del flusso di liquidità totale dato dalla somma dei precedenti tre.



3.2 Lo studio del rendiconto e il calcolo degli indicatori

Questa parte dell'analisi prevede il calcolo degli indicatori di cash flow basati sui dati del rendiconto finanziario, sullo stato patrimoniale e sul conto economico, nonché su alcune informazioni contenute nella nota integrativa, delle aziende precedentemente introdotte, considerando tre esercizi consecutivi (2013 – 2015).

Le informazioni sono state raccolte attraverso la consultazione dei data base AIDA e tramite i bilanci depositati presso il Registro Imprese della Camera di Commercio di Lucca.

Dei quozienti proposti nel primo capitolo, si è deciso di utilizzarne, ai fini la nostra indagine, un numero più ristretto, andando a considerare quelli più significativi, di seguito elencati:

- Operating Cash Flow Ratio
- Cash Debt Coverage Ratio
- Cash Return on Assets
- Cash Turnover Ratio
- Earning Quality
- Cash Flow Margin
- Cash Flow to Long Term Debts
- Cash Dividends Shareholders

I primi due indicatori sono utilizzati per testare le condizioni di liquidità e solvibilità dell'azienda, i secondi due misurano le condizioni di efficienza, i successivi due la redditività e la produttività infine i restanti, la copertura degli interessi di creditori e investitori nel lungo periodo.

3.2.1 SCA Hygiene Products – Società per azioni

Prima di iniziare l'analisi del rendiconto finanziario è necessario dare un rapido sguardo ai dati su cui andremo ad operare, compresi anche quelli contenuti nei prospetti di stato patrimoniale, di conto economico e della posizione finanziaria netta.

Nei tre esercizi esaminati la Sca Hygiene Products ha realizzato ricavi di vendita che sono decresciuti nel 2014, a causa molto probabilmente della nuova flessione economica, per poi aumentare di nuovo, senza però tornare ai livelli iniziali, nell'esercizio 2015.

In controtendenza ad un andamento dei ricavi decrescente si rileva un EBITDA che cresce dal 2013 al 2015, a causa dei maggiori costi per servizi nel 2013; nonostante quanto appena detto, l'utile dell'esercizio 2013 è comunque il migliore realizzato fra gli esercizi analizzati, merito anche dei dividendi incassati proprio nel 2013.

Lo stato patrimoniale riclassificato secondo il metodo finanziario mostra come la società abbia deciso di aumentare il patrimonio netto in modo deciso e costante, dal 2013 al 2015, si registra così un aumento dell'indice di indipendenza finanziaria (Patrimonio netto / totale fonti) che passa dal 30% del 2013, al 40% del 2014 fino ad arrivare al 45% nel 2015. Una quantità di debiti a medio/lungo termine molto ridotta, un indice di liquidità (Attivo corrente – Magazzino / Passivo corrente) che oscilla tra l'83% e il 101% e un indice di copertura delle immobilizzazioni che gravita intorno all'unità in tutti e tre gli esercizi, lasciano intravedere un'azienda in buone condizioni patrimoniali.

La posizione finanziaria netta che, come sappiamo, individua la posizione debitoria della società, evidenzia una diminuzione dei debiti finanziari a breve in contropartita un aumento dei crediti finanziari correnti, questi debiti inoltre, sono verso la società finanziaria del gruppo SCA e non verso istituti bancari. Nel complesso, dal 2013 al 2015, la posizione finanziaria è passata da -42 milioni nel 2013 fino ad arrivare a +7 milioni nel 2015, indicando una predominanza dei crediti sui debiti finanziari a breve societari.

La liquidità, le cui dinamiche verranno meglio analizzate con il rendiconto finanziario, è diminuita in modo preoccupante negli ultimi due esercizi.

	2015	2014	2013
Liquidità e solvibilità			
<i>Operating Cash Flow Ratio</i>	0,287	0,121	0,295
<i>Cash Debt Coverage Ratio</i>	0,286	0,121	0,295
Efficienza			
<i>Cash Return on Asset</i>	0,140	0,065	0,190
<i>Cash turnover</i>	11,665	12,818	11,274
Redditività			
<i>Earning Quality</i>	1,168	0,523	1,879
<i>Cash Flow Margin</i>	0,084	0,038	0,105
Copertura m/l			
<i>Cash Flow to Long Term Debts</i>	190,815	80,129	251,564
<i>Cash Return to Shareholders</i>	0,310	0,161	0,633

3.2.1.1 Liquidità e solvibilità

La capacità di Sca Hygiene Products di riuscire a coprire le proprie passività a breve termine con i flussi di liquidità generati dalla gestione operativa è mostrata dall'*Operating cash flow ratio*. Questa capacità risulta insufficiente nei tre esercizi considerati, dato che si attesta sotto il 40% (valore di sufficienza), addirittura riscontriamo un valore pari al 12% nel 2014. La situazione dell'esercizio 2014 suggerisce che, se la copertura delle passività correnti della società dipendesse dai flussi di cassa operativi, allora questa non sarebbe in grado di estinguere le proprie passività correnti; e quindi, in una situazione del genere, i creditori dovrebbero essere preoccupati riguardo la capacità dell'azienda di liquidare i propri debiti a breve in futuro. La situazione viene in qualche modo resa meno grave dal fatto che nell'esercizio successivo possiamo riscontrare un notevole miglioramento di questo quoziente.

Dallo stato patrimoniale finanziario, guardando lo schema sulla composizione dell'attivo e del passivo, si evidenzia che, al contrario, il 2014 sembra avere la situazione migliore, con l'attivo a breve superiore al passivo corrente.

Analizzando il rendiconto finanziario notiamo che nell'esercizio 2014 il flusso di cassa della gestione reddituale è notevolmente più basso di quello del 2013 ed anche del 2015. Facendo una comparazione con l'esercizio successivo, che evidenzia un utile pari all'incirca a quello dell'anno considerato e crediti a breve inferiori, gran parte della liquidità è stata assorbita dal capitale circolante netto, in particolare dai crediti verso clienti, sintomo forse della difficoltà degli stessi, in un periodo di nuovo calo dell'economica, di estinguere le proprie obbligazioni; sarà necessario, in seguito, andare ad indagare anche sulla liquidità assorbita dalla gestione finanziaria e degli investimenti.

Il *Cash debt coverage ratio* ci mostra come il flusso della gestione operativa riesca a coprire i debiti a breve più i debiti a medio e lungo termine; dato che nel nostro caso i debiti a medio e lungo termine sono di scarsa entità, questo indicatore presenta valori molto simili al precedente. In questo caso però, si considera come valore di sufficienza, il 20% perciò, nel nostro caso, la società ha un cash debt coverage ratio ottimale.

Guardando al rendiconto finanziario nel suo complesso si deduce che, la società, nel 2014, ha ridotto notevolmente i propri mezzi liquidi, poiché la gestione operativa non è riuscita a creare sufficiente liquidità e questa è stata assorbita da operazioni finanziarie e di investimento. D'altronde nel 2015 la Sca Hygiene Products è riuscita a migliorare in maniera netta la propria condizione, riuscendo a creare maggiore liquidità dalla gestione operativa, ad esempio, allungando le dilazioni con i propri fornitori, è riuscita a ridurre il capitale circolante netto, e dall'attività di investimento, compiendo dei disinvestimenti in attività finanziarie non immobilizzate.

3.2.1.2 Efficienza

Il *Cash return on assets* e il *Cash turnover* sono utilizzati come misura di efficienza. Il primo dei due indicatori rappresenta il grado di contribuzione delle

attività nella creazione del flusso di cassa operativo. Il Cash return on assets presenta un andamento altalenante negli esercizi considerati; l'indicatore vede un calo preoccupante passando dal 19% nel 2013 al 6,5% nel 2014 per poi ricrescere fino al 14% nel 2015. Il cash ROA è molto utile nella comparazione di aziende dello stesso settore, ma l'analisi del suo trend fornisce anche una misura della bontà di utilizzo delle risorse dell'azienda da parte degli amministratori e inoltre è più affidabile del ROA (Utile netto / Totale Attivo). Possiamo infatti notare che l'esercizio 2014 e 2015 pur presentando un ROA pressoché identico e pari all'8%, nel 2014 l'utile realizzato non si è concretizzato nella creazione reale di liquidità poiché, parte di questo, è stato assorbito dai crediti. Questa tendenza viene registrata dal cash ROA, che risulta migliore nell'esercizio 2015 proprio perché la società ha ridotto, in qualche modo, il CCNC, facendo fruttare in modo migliore le attività.

Il Cash turnover rappresenta il numero di volte che la società riesce ad utilizzare la liquidità per generare le vendite; un cash turnover più alto è sicuramente preferibile e segno di maggior efficienza. Analizzando l'andamento dei valori dell'indicatore nei tre esercizi considerati, notiamo che nel 2014 il cash turnover risulta il più alto. Ciò non deve trarci in inganno poiché, in questo caso, l'indicatore è falsato da una variazione della liquidità negativa. Nonostante questo l'esercizio 2015 presenta un valore più alto del 2013 e questo dimostra una maggiore efficienza nella gestione della società.

Il cash turnover sarà utile in seguito per confrontare l'azienda con i suoi concorrenti, conoscendo i valori medi del settore.

3.2.1.3 Redditività

L'*Earning quality* indica la parte di EBIT, che si è trasformata in liquidità operativa. Dato che elementi non monetari come svalutazioni, ammortamenti, utili e perdite sono la tipica causa della deviazione fra flusso di cassa operativo e i guadagni, l'*earning quality* mette in evidenza possibili differenze sulle quali è molto importante indagare. Alti valori o trend crescenti di questi indicatori indicano una situazione favorevole per gli azionisti e per gli investitori poiché è

minore il rischio di inquinamento del bilancio. Esaminando i valori rilevati riguardo all'earning quality notiamo che sia nel 2013, che nel 2015 l'indicatore presenta dei valori piuttosto alti: la società è riuscita a convertire interamente l'EBIT in liquidità operativa. Sicuramente nell'esercizio 2013 questo indicatore è alto poiché il flusso di cassa della gestione reddituale è molto più alto che negli altri due esercizi, ma non solo per questo; analizzando il conto economico si nota che l'EBIT del 2013 è il più basso, confrontato con gli altri due esercizi e quindi si può dire che nel 2013, l'azienda è stata "redditivamente" superiore. Confrontando fra loro gli esercizi 2014 e 2015 si nota che a parità di EBIT, nel 2015 l'indicatore è più alto denotando una gestione più efficiente della società.

il *Cash flow margin* misura quanta liquidità viene generata per ogni euro venduto, in poche parole quanto efficientemente la società riesce a tradurre la propria operatività in liquidità. Come altri indicatori precedenti anche per il Cash flow margin non esiste un valore standard, ma in generale possiamo dire che valori alti e trend in crescita sono preferibili. Dalla nostra analisi si rileva che l'esercizio 2013 è quello in cui la società è riuscita a convertire in modo migliore le vendite in liquidità, nonostante il ribasso del 2014, il 2015 presenta un valore di nuovo superiore. Un trend altalenante come questo non è sicuramente quello preferibile, ma il valore dell'esercizio 2015 è crescente rispetto al 2014, è positivo.

3.2.1.4 Copertura a medio/lungo termine

Il *Cash flow to long term debts* rappresenta la parte di debiti a lungo termine che si può coprire con il flusso di cassa operativo; considerando che per tutti e tre gli esercizi i debiti a lungo termine sono relativamente esigui rispetto al flusso di cassa operativo, l'indicatore presenta dei valori molto alti.

Il *Cash return to shareholders* misura l'apporto di capitale fornito dagli azionisti alla creazione del flusso di cassa operativo. È un indicatore molto utile per comprendere se l'andamento dell'azienda assicurerà un futuro rendimento per gli azionisti. Molto più importante del ROCE o del ROE poiché dipende dal flusso di cassa operativo che, come sappiamo, è difficile da manipolare. Per quanto riguarda i dati a nostra disposizione, possiamo dire che l'andamento altalenante non ci

fornisce una comprensione chiara sulla possibile evoluzione futura, ma sicuramente possiamo affermare che il miglioramento verificatosi dall'esercizio 2014 a quello 2015, passando da un valore del 16% al 31%, è rassicurante.

3.2.2 Sofidel – Società per azioni

Iniziamo anche in questo caso, con una rapida analisi dei prospetti di bilancio.

Il conto economico mostra che la società ha realizzato dei ricavi di vendita che sono decresciuti in maniera notevole fra il 2013 e il 2014, a causa probabilmente del nuovo calo dell'economia, ma che sono poi tornati ad aumentare cospicuamente, nel 2015. Anche l'EBITDA risulta crescente fra i tre esercizi considerati. L'incasso dei dividendi, distribuiti da una società controllata, ha contribuito a creare un livello di utile per il 2015 molto più alto rispetto ai due precedenti, che comunque hanno riflesso il trend dei risultati operativi corrispondenti.

Lo stato patrimoniale evidenzia una notevole crescita delle attività fra il 2013 e il 2015, crescita che va imputata all'aumento dell'attivo corrente, con un magazzino che è quintuplicato dal 2013 al 2015. Si nota anche un elevato sbilanciamento fra attivo e passivo corrente con il conseguente indice di liquidità (0,90-0,70-0,63) e quello di copertura delle immobilizzazioni (0,93-0,78-0,80) non corrispondenti ai livelli adeguati in nessuno degli esercizi esaminati, anche se in netto miglioramento nel 2015 rispetto al 2013. L'indice di indipendenza finanziaria, che oscilla tra 25% nel 2014 e il 27% nel 2015, ravvisa una situazione di marcato squilibrio finanziario.

L'esame della posizione finanziaria netta fornisce maggiore chiarimento sulle fonti di finanziamento utilizzate dalla società, si nota infatti che un aumento delle attività, fra il 2013 e il 2015, è stato finanziato con un aumento del debito verso gli istituti bancari sia a breve, che a lungo termine; l'aumento dei crediti finanziari infragruppo, cresciuti di quasi 4,5 volte dal 2013, hanno contribuito ad abbassare la posizione che da 245 milioni nel 2013 è passata a 242 nel 2014 e è ulteriormente scesa a 208 milioni nel 2015. Disponibilità liquide di valore irrisorio, un

patrimonio netto sbilanciato e un debito complessivo molto alto non fotografano una situazione ottimale della società.

	2015	2014	2013
Liquidità e solvibilità			
Operating Cash Flow Ratio	0,160	0,029	0,088
Cash Debt Coverage Ratio	0,065	0,019	0,048
Efficienza			
Cash Return on Asset	0,073	0,014	0,035
Cash turnover	-4,584	-6,945	-11,656
Redditività			
Earning Quality	3,433	1,182	2,118
Cash Flow Margin	0,118	0,024	0,050
Copertura m/l			
Cash Flow to Long Term Debts	0,274	0,053	0,107
Cash return to Shareholders	0,268	0,056	0,131

3.2.2.1 Liquidità e solvibilità

Analizzando l'andamento dell'*Operating cash flow ratio* notiamo che i valori riscontrati nella nostra analisi sono decisamente inferiori rispetto a quelli che di norma si ritengono adeguati per questo quoziente, poiché molto distanti dalla soglia del 40%. Nel 2013 riscontriamo un valore dell'8%, che, addirittura, è peggiorato nel 2014, pari infatti al 2%, per poi migliorare notevolmente nel 2015 attestandosi al 16%. Valori molto bassi di questo indicatore stanno a significare che la società non riesce affatto a far fronte al debito a breve scadenza con il cash flow generato dalla gestione reddituale e quindi deve utilizzare altre fonti di liquidità più onerose, incrementando così il rischio di default. Anche il *Cash debt*

coverage ratio non prospetta una situazione favorevole per l'azienda attestandosi, nella migliore condizione, nel 2015, al 10%.

Quanto detto sopra viene riconfermato anche dando un rapido sguardo al prospetto sulla composizione dello stato patrimoniale, riscontrando un andamento in linea con l'operating cash flow ratio. Infatti si può notare che, in tutti e tre gli esercizi considerati, vi è uno sbilanciamento tra attività e passività a breve e, quindi, l'impossibilità per l'azienda di poter far fronte alle passività in scadenza entro l'esercizio soltanto con l'attivo a breve termine.

L'analisi fin qui svolta può significare la presenza di un grande indebitamento, oppure l'incapacità dell'azienda di generare sufficienti flussi di cassa operativi. È necessario analizzare più attentamente il CCNC e i flussi di liquidità extra-redдитuali.

Studiando il rendiconto si intuisce che gli esercizi 2013 e 2015 presentano un operating cash flow ratio più alto derivante da un flusso di cassa reddituale più alto, rispetto all'esercizio 2014, notiamo anche che, per il 2013, le passività correnti sono molto inferiori. Per quanto riguarda la variazione del CCNC riscontriamo che è andato via via decrescendo passando da circa 12 milioni nel 2013, a circa 0 nel 2014 per poi variare in modo negativo nel 2015. Nel 2013 gran parte della liquidità liberata dal CCNC è dovuta all'aumento dei debiti commerciali, negli altri due esercizi, invece molta liquidità è stata assorbita dai crediti verso le aziende del gruppo e nel 2015 dall'aumento delle rimanenze, d'altronde nell'esercizio 2015 vi è stata la distribuzione dei dividendi da parte di un'azienda controllata e questo ha portato a realizzare un flusso di cassa operativo molto alto.

Uno studio dei flussi di liquidità extra-redдитuali, in accordo con quanto spiegato nella relazione sulla gestione, dimostra che la Sofidel spa è impegnata in una ambiziosa politica di espansione. L'impiego di una discreta quantità di liquidità negli investimenti con l'accensione di finanziamenti massicci, giustificano parzialmente la crisi di liquidità che sta vivendo.

Nei tre esercizi analizzati, considerando un peggioramento della crisi nel 2014 e l'aumento del costo delle materie, la società ha realizzato sempre flussi di cassa operativi positivi, un utile positivo e un EBITDA crescente.

3.2.2.2 Efficienza

Lo studio del *Cash return on assets* o cash ROA chiarisce se l'azienda è stata efficiente nel riuscire a creare un buon flusso di cassa operativo date la quantità di attività a disposizione. L'andamento dell'indicatore è altalenante e presenta dei valori piuttosto bassi, da un 3,5% del 2013 si scende ad un 1,4% nel 2014, per poi tornare al 7% del 2015. La capacità della Sofidel di sfruttare i propri assets, nel 2013 e nel 2014, comparata col 2015 è molto bassa; tra il 2013 e il 2014, infatti, ad una crescita delle attività, si è accompagnata una riduzione del flusso di cassa operativo e di conseguenza una riduzione dell'efficienza, dovuta alla maggiore difficoltà dell'azienda di riscossione dei propri crediti dalle sue controllate. Nel 2015 la crescita delle attività, associata ad un flusso di cassa operativo molto più rilevante, derivante, nella totalità, dall'incasso dei dividendi verso una società del gruppo, è la causa della maggiore efficienza riscontrata.

Un'ulteriore analisi si esegue confrontando il cash ROA con il ROA classico, quest'ultimo indicatore però non presenta valori dissimili da quelli riscontrati per il cash return on assets.

Lo studio del *Cash turnover*, nel caso della Sofidel, non è stato di nessun aiuto poiché se la liquidità disponibile media dal rendiconto è negativa (vi sono compresi gli scoperti di conto corrente), anche l'indicatore è negativo e quindi inutilizzabile.

Se calcoliamo l'indicatore andando a considerare le disponibilità liquide, di inizio e fine periodo, dello stato patrimoniale, ci accorgiamo che il valore è molto alto e crescente, poiché le disponibilità liquide sono molto basse e nel corso dei tre esercizi analizzati stanno via via diminuendo, per effetto di una variazione totale della liquidità sotto lo zero.

3.2.2.3 Redditività

L'*Earning quality ratio*, come sappiamo, misura in che proporzione l'EBIT si è convertito in flusso di cassa operativo mostrando eventuali differenze sospette; dei tre esercizi considerati si rileva che il 2015 è sicuramente quello in cui l'*earning quality* ha un valore piuttosto alto, pari al 343%, per i restanti due esercizi risultano valori più bassi, pari a 212% nel 2013 e 118% nel 2014.

Nell'esercizio 2015 il cash flow reddituale è quasi tre volte e mezzo superiore all'EBIT; considerando l'alto cash flow della gestione reddituale 2015, questo non ci sorprende. Nel 2013 l'*earning quality* non raggiunge livelli così alti ma riporta comunque un valore più che positivo così come il 2014, denotando una perfetta salute del bilancio.

Il *Cash flow margin ratio*, nel caso della Sofidel, considerando come riferimento l'esercizio 2013, mostra un andamento incerto, con un ribasso del suo valore nell'esercizio 2014 e invece una notevole crescita nel 2015. Confrontando l'andamento del cash flow margin con il margine di profitto classico si rileva un andamento pressoché simile con una differenza più marcata per l'esercizio 2014; si deduce, quindi, che parte dell'utile è rimasto intrappolato del CCNC, dimostrando così che la riduzione delle vendite dal 2013 al 2014 non è la causa unica del calo di redditività tra questi due esercizi.

3.2.2.4 Copertura nel medio/lungo periodo

Il *Cash flow to long term debts* riporta un valore del 11% nel 2013 che si dimezza nel 2014 e poi balza al 27% nel 2015. La diminuzione tra l'esercizio 2013 e 2014, non è da associarsi ad un aumento dell'indebitamento, che invece si è ridotto di circa 16 milioni, quanto al drastico calo del flusso di cassa della gestione reddituale.

Anche il *Cash return to shareholders* riporta un andamento molto simile a quello dell'indicatore precedente, premettendo che il patrimonio netto della società è andato sempre crescendo nei tre esercizi in esame, risulta chiaro che nel 2015, visto l'elevato valore del flusso di cassa, si riscontri il valore più alto. Si deve

considerare invece che, nonostante l'aumento del capitale netto fra il 2013 e 2014, l'esercizio 2013 ha avuto un rendimento più alto.

Nel complesso, analizzando i valori di questi due ultimi indicatori, non è possibile dare un giudizio completamente positivo, anche se i valori dell'esercizio 2015 sono nettamente più alti di quelli precedenti, quelli del 2014 sono molto inferiori denotando un trend altalenante.

3.2.3 Lucart – Società per azioni

Un rapido sguardo al conto economico mostra come le vendite della società abbiano subito una flessione nel 2014 rispetto al 2013 per poi ricrescere moderatamente nel 2015. L'EBITDA è in controtendenza dato che risulta più alto nel 2014 principalmente a causa di un abbassamento dei costi della materia prima. Ingenti oneri straordinari negli esercizi 2014 e 2013, dovuti alla svalutazione della partecipazione di Lucart France, hanno contribuito ad aggravare la perdita d'esercizio, che comunque, anche nel 2015 è ingente.

Lo stato patrimoniale fotografa una società che, dal 2013 al 2015, ha notevolmente ridotto il capitale investito per effetto, da una parte della diminuzione dell'attivo corrente (il magazzino è però aumentato), e dall'altra della riduzione dell'attivo immobilizzato. L'indice di liquidità mostra un notevole peggioramento, infatti questo passa da un valore di 1 nel 2013 a 0,74 nel 2015; l'indice di copertura delle immobilizzazioni, seppur in peggioramento (1,07-1,12-1,23) individua una situazione più rassicurante, come anche l'indice di indipendenza finanziaria (44,36-41,42-45,76). Il patrimonio netto della società è diminuito nei tre esercizi considerati, in parallelo ad un notevole ridimensionamento del capitale investito che è sceso di circa 130 milioni.

L'esame della posizione finanziaria netta mostra una riduzione notevole di circa il 57% dei debiti a lungo termine verso le banche, ma anche un aumento dei debiti a breve verso di queste. Nel complesso la posizione finanziaria netta è diminuita, ma perdita d'esercizio, disinvestimenti, riduzione di mutui e aumento dei debiti a breve verso le banche, lasciano intravedere una situazione difficile per la società.

	2015	2014	2013
Liquidità e solvibilità			
Operating Cash Flow Ratio	-0,055	0,145	-0,220
Cash Debt Coverage Ratio	-0,045	0,112	-0,155
Efficienza			
Cash Return on Asset	-0,023	0,054	-0,078
Cash turnover	34,548	33,736	37,921
Redditività			
Earning Quality	-0,556	3,811	-3,806
Cash Flow Margin	-0,026	0,070	-0,103
Copertura m/l			
Cash Flow to Long Term Debts	-0,257	0,489	-0,531
Cash return to Shareholders	-0,052	0,131	-0,171

3.2.3.1 Liquidità e solvibilità

Dallo studio dei valori dell'*Operating cash flow ratio* si deduce che per l'esercizio 2013 la Lucart spa ha riportato un flusso di cassa della gestione reddituale negativo, tale circostanza ha reso negativo il valore dell'indicatore; nell'esercizio 2014 l'*operating cash flow* risulta positivo e pari al 14.5%, rimanendo comunque molto al di sotto della sufficienza e ricadendo al di sotto dello zero, insieme al flusso di cassa, nel 2015.

L'andamento del *Cash debt coverage ratio* non sorprende in positivo, mostrando una situazione simile all'*operating cash flow ratio*.

I valori di questi due indicatori, fotografano una situazione non favorevole per la società, la quale nel 2013 e nel 2015 ha una gestione reddituale che invece di generare liquidità, la assorbe trovandosi così a dover coprire le proprie passività, soprattutto quelle a breve scadenza, con la liquidità derivante da fonti sicuramente più onerose. Nel 2014 la gestione reddituale genera una discreta quantità di liquidità, che comunque non riesce a raggiungere adeguatamente i livelli necessari. È necessaria un'analisi del rendiconto più approfondita.

La composizione dello stato patrimoniale finanziario, risulta molto differente, soprattutto per gli esercizi 2013 e 2014, mostrando un bilanciamento tra attività e passività correnti, senza considerare la grande quantità di liquidità assorbita dal CCNC per effetto della fusione.

In tutti e tre i periodi analizzati l'azienda ha realizzato una perdita di notevole entità, e questo è uno dei fattori che hanno compromesso, in maniera grave, la generazione dei flussi di cassa. Se guardiamo però all'esercizio 2014, in cui la perdita è di maggiore rilevanza, notiamo che, questo, è anche l'unico esercizio in cui la gestione reddituale ha generato un flusso positivo. Esistono quindi altri fattori, come quello già citato della fusione, che ha comportato un elevatissimo impiego di liquidità, oppure, nel 2015, l'utilizzo del fondo rischi e oneri per coprire la minusvalenza sulla vendita della vendita di Lucart France, così come riportato in nota integrativa.

Per gli esercizi 2014 e 2015 si registra una variazione positiva del CCNC, con un maggiore incasso dei crediti, frenata in una certa misura dal rimborso dei debiti che è cresciuto nel 2014 e l'aumento del magazzino nel 2015.

I flussi di liquidità provenienti dall'attività di investimento e da quella di finanziamento mostrano come la società, nei tre esercizi esaminati abbia continuato ad investire, comunque riducendoli nell'ultimo esercizio, e abbia generato, sempre nel 2015, un ingente quantitativo di liquidità dal disinvestimento in alcune attività finanziarie non immobilizzate; liquidità che è stata fondamentale per poter coprire quella assorbita dalle altre aree.

3.2.3.2 Efficienza

Il Cash return on assets come per gli indicatori precedenti assume valori negativi negli esercizi 2013 e 2015 dati i flussi di cassa reddituali negativi; il valore misurato nel 2014 è del 5%, non così basso confrontato con altre società.

Purtroppo in questo caso, avendo a disposizione un valore negativo per due dei tre esercizi esaminati, il giudizio sull'efficienza della società è senz'altro negativo.

Il Cash turnover, come sappiamo rappresenta il numero di volte in cui l'azienda riesce a ricreare il flusso di cassa totale attraverso le vendite; nei tre esercizi considerati, l'indicatore presenta dei valori positivi denotando una buona efficienza della società, soprattutto nell'esercizio 2013.

3.2.3.3 Redditività

L'*Earning quality* nel 2014, l'unico esercizio analizzabile, riporta un valore molto soddisfacente. Il flusso di cassa della gestione reddituale è circa quattro volte più grande dell'EBIT denotando una ottima salute del bilancio.

Come i precedenti indicatori anche il *Cash flow margin* può essere considerato solo per il 2014; riportando un valore del 7% per l'esercizio considerato, che seppur non basso a confronto con altre aziende, non fornisce un supporto rilevante all'analisi non potendo analizzare la comparazione fra i tre esercizi.

3.2.3.4 Copertura a medio/lungo termine

Il *Cash flow to long debts*, rappresenta la copertura dei debiti a lungo termine attraverso il cash flow della gestione reddituale. Nel 2014 quest'indicatore riporta un valore soddisfacente, mostrando che il cash flow operativo riesce a coprire quasi la metà delle obbligazioni a lungo termine dell'organizzazione. Per gli altri due esercizi il giudizio è totalmente negativo.

Il *Cash return to shareholders* è molto utilizzato come termine comparativo fra diverse società; l'analisi del trend non è sfavorevole, visto che per l'esercizio precedente e successivo al 2014 abbiamo a disposizione valori negativi, possiamo inoltre affermare che il valore del 2014, del 13%, è mediamente al di sotto di quelli rilevati per le altre aziende. Un flusso di cassa della gestione reddituale negativo

per il 2013 ma soprattutto per il 2015 rappresentano un elemento scoraggiante e sui cui gli azionisti devono prestare attenzione.

3.2.4 Industrie cartarie tronchetti – Società per azioni

L'analisi del conto economico della ICT mostra dei ricavi di vendita che sono cresciuti tra il 2013 e il 2015, con una flessione nel 2014, che come abbiamo già visto nei bilanci delle altre aziende, è da imputare alla nuova ricaduta dell'economia in quell'esercizio. Maggiori ricavi nel 2015 non si sono tradotti in un EBITDA maggiore, a causa dei maggiori costi sostenuti per l'acquisto delle materie prime. L'utile d'esercizio seppure in calo nel 2015 rispetto agli esercizi precedenti, risulta in proporzione, molto superiore a quello dei concorrenti.

Lo stato patrimoniale evidenzia una leggera riduzione del capitale investito fra il 2013 e il 2015, per effetto della riduzione dell'attivo circolante (il magazzino è aumentato). L'indice di liquidità misurato è molto soddisfacente, con un valore sempre crescente nei tre esercizi, che passa da 1,27 nel 2013 fino ad arrivare a 1,62 nel 2015. Anche l'indice di copertura delle immobilizzazioni è ottimale seguendo pressoché l'andamento del precedente.

L'esame dell'indice di indipendenza finanziaria conferma la situazione fino a qui rilevata; con un valore del 64% nel 2015, cresciuto dal 2013 di quasi il 10% dimostra la buona indipendenza della società dal capitale di terzi.

La posizione finanziaria della società indica una notevole riduzione dei debiti a breve verso le banche insieme ad una riduzione dei crediti finanziari anch'essi a breve; nonostante l'aumento dei debiti finanziari a medio/lungo termine la posizione totale è scesa di circa 30 milioni dal 2013 al 2015.

	2015	2014	2013
Liquidità e solvibilità			
<i>Operating Cash Flow Ratio</i>	0,186	0,260	0,193
<i>Cash Debt Coverage Ratio</i>	0,156	0,236	0,163
Efficienza			
<i>Cash Return on Asset</i>	0,0535	0,089	0,073
<i>Cash turnover</i>	81,369	54,603	38,216
Redditività			
<i>Earning Quality</i>	1,201	1,656	2,224
<i>Cash Flow Margin</i>	0,102	0,171	0,141
Copertura m/l			
<i>Cash Flow to Long Term Debts</i>	0,965	2,625	1,037
<i>Cash return to Shareholders</i>	0,084	0,148	0,136

3.2.4.1 Liquidità e solvibilità

L'*Operating cash flow ratio*, risultante dall'analisi dei dati delle Industrie Cartarie Tronchetti, presenta un andamento crescente tra il 2013 e il 2014, passando dal 19% al 26%, per poi decrescere nel 2015, ritornando a circa il 19%.

Come già abbiamo ripetuto più volte in precedenza, per questo indicatore si considerano accettabili, valori non inferiori al 40%, proprio per questo anche la ICT, seppur trovandosi in condizioni molto migliori rispetto ad altre sue concorrenti, trova difficoltà nel riuscire a coprire adeguatamente le proprie passività a breve scadenza con i flussi di cassa operativi, facendo quindi ricorso a fonti di liquidità più costose e incrementando notevolmente il proprio rischio di liquidità.

Guardando il rendiconto delle liquidità e lo stato patrimoniale finanziario si nota come i debiti a breve siano andati diminuendo nei tre esercizi considerati, intuendo che il valore più alto dell'operating cash flow ratio nel 2014 è da imputare al maggior flusso di cassa del periodo, a sua volta derivante dalla realizzazione di un utile maggiore.

Lo schema che mostra il bilanciamento delle fonti e degli impieghi dello stato patrimoniale finanziario indica una situazione che, nei tre esercizi, è andata migliorando, con una riduzione dei debiti a breve sull'attivo corrente. Comparandolo con il trend descritto dall'operating cash flow ratio si scoprono delle anomalie. Mettendo a confronto l'esercizio 2015 e quello 2013, è vero che il rapporto fra attivo e passivo corrente è migliorato, ma, nel 2015, il CCNC ha assorbito più liquidità poiché molta di questa è rimasta intrappolata nei crediti. In conclusione è vero che la società a parità di attivo corrente ha ridotto i debiti, ma una peggiore gestione delle riscossioni dei crediti ha generato meno liquidità.

Il trend del *Cash flow debt coverage ratio* segue l'andamento dell'operating cash flow ratio; si rilevano valori del 16% nel 2013, del 23% nel 2014 e di nuovo del 16% nel 2015. Il giudizio sui dati riscontrati è positivo, poiché i valori si attestano intorno alla soglia di sufficienza del 20%, evidenziando che, data una quantità di debiti a lungo termine della società non cospicua, la ICT è, in proporzione, in una situazione migliore.

Ampliando l'analisi della liquidità anche ai flussi di cassa extra reddituali si vede come la gestione degli investimenti e soprattutto quella dei finanziamenti abbiano assorbito liquidità, molto più di quella generata, contribuendo a portare in negativo il bilancio dei flussi di cassa totali. La grande e crescente quantità di liquidità assorbita dall'attività di investimento, denota una positiva tendenza alla crescita della società.

3.2.4.2 Efficienza

Lo studio del *Cash return on assets*, mostra come quest'indicatore sia andato prima crescendo, dal 7% nel 2013, al 9% del 2014, per poi decrescere fino al 5% nel 2015, denotando un peggioramento nell'efficienza della società. La ICT è riuscita

a migliorare la capacità di conversione del capitale investito in flussi di cassa operativi nel 2014, dove con un capitale investito minore degli altri due esercizi ha realizzato un flusso di cassa maggiore.

Un confronto del cash ROA con il ROA classico mette in evidenza la migliore qualità delle informazioni acquisite attraverso l'utilizzo di un'analisi per flussi di liquidità, infatti valori di ROA simili per gli esercizi 2013 e 2015, ma più alti per il 2014, tengono conto soltanto del maggiore utile realizzato nei tre esercizi, non evidenziando che nell'esercizio 2013, una migliore gestione dei crediti avvicina l'efficienza a quella del 2014, distaccandola da quella del 2015.

Il *Cash turnover* deve rappresentare l'efficienza dell'azienda nel far ruotare le proprie disponibilità liquide medie; purtroppo, in questo caso, non rappresenta efficientemente una misura dell'efficienza poiché è vero che il cash turnover dal 2013 al 2015 è quasi raddoppiato, ma bisogna tenere conto che a parità di vendite le disponibilità liquide della società sono sempre diminuite, facendo aumentare il quoziente. In definitiva la liquidità ruota più volte ma per la società aumenta il rischio di rimanerne a corto.

3.2.4.3 Redditività

L'Earning quality nei tre esercizi considerati è da considerarsi buono, infatti nel 2013 il flusso di cassa della gestione reddituale è più di due volte più grande dell'EBIT, per poi passare al 165% nel 2014 e al 120% nel 2015. I valori dell'indicatore mostrano una perfetta salute del bilancio, che non nasconde crediti fittizi oppure debiti non dichiarati.

Il giudizio sul trend dell'earning quality è meno positivo poiché il valore dell'indicatore decresce nel tempo, mostrando un calo di redditività della società, inaspettatamente anche per l'esercizio 2014, quando si sono realizzati un utile e dei flussi di cassa reddituali maggiori.

Il *Cash flow margin* è superiore nell'esercizio 2014, ma in generale piuttosto alto se paragonato con le altre aziende cartarie competitive. Il cash flow margin indica in che misura i ricavi di vendita si sono concretizzati nella generazione di liquidità operativa; l'alto flusso della gestione reddituale del 2014 ha contribuito in maniera

maggiore a far crescere il valore dell'indicatore per quell'anno, ma confrontando l'esercizio 2013 e quello 2015 si rileva che, nonostante ricavi di vendita superiori nel 2015, la gestione è stata meno redditiva, generando flussi di liquidità minori.

3.2.4.4 Copertura a medio/lungo termine

I valori rilevati del *Cash flow to long term debts* e del *Cash return to shareholders* crescono tra il 2013 e 2014 e decrescono nel 2015. I risultati ottenuti sono da giudicare in modo favorevole se confrontati con gli altri competitor, poiché sono in media piuttosto alti.

Il giudizio è meno positivo se si analizza il trend, alla luce delle scelte della Industrie Cartarie Tronchetti, in termini di struttura finanziaria, che nei tre esercizi in esame, ha portato avanti una politica di riduzione dei debiti a medio lungo termine e di aumento del patrimonio netto; nel 2015 la società riporta una redditività del capitale proprio minore e una peggior copertura dei debiti a lungo termine sottolineando, ancora una volta, la peggiore gestione degli amministratori in questo esercizio.

3.2.5 Cartiera San Rocco – Società per azioni

La Cartiera San Rocco, è più piccola, in termini di fatturato e struttura societaria, delle altre quattro aziende cartarie che abbiamo analizzato.

Il conto economico indica dei ricavi di vendita crescenti fra il 2013 e il 2015 che, sommati a costi per materie prime maggiori nel 2015 in contropartita a una spesa per servizi minore, si sono tradotti in un EBITDA crescente negli esercizi analizzati. L'utile d'esercizio risulta, nel 2015, cresciuto di più di cinque volte dal 2013.

Passando allo stato patrimoniale si nota che la società ha ridotto il capitale investito nel corso dei tre esercizi, riducendo l'attivo circolante. L'indice di liquidità presenta dei valori molto bassi, seppur crescenti, denotando un forte sbilanciamento fra attivo e passivo corrente; anche l'indice di copertura delle immobilizzazioni non è in buone condizioni, passando da 0,50 nel 2013 allo 0,64 nel 2015. Guardando l'indice di indipendenza finanziaria, che è peggiorato nel

tempo, si capisce la grave situazione di squilibrio finanziario che affligge la società.

Per completare la panoramica, la posizione finanziaria mostra la riduzione dei debiti a breve e medio lungo termine verso le banche che hanno contribuito ad abbassare, dal 2013 al 2015, di circa un milione di euro, la posizione totale societaria.

Se il conto economico della San Rocco rappresenta una situazione favorevole, lo stato patrimoniale mostra invece una circostanza del tutto opposta,; l'esame del rendiconto finanziario sarà dunque fondamentale per comprendere le reali condizioni dell'azienda.

	2015	2014	2013
Liquidità e solvibilità			
<i>Operating Cash Flow Ratio</i>	0,219	0,113	0,039
<i>Cash Debt Coverage Ratio</i>	0,178	0,084	0,030
Efficienza			
<i>Cash Return on Asset</i>	0,125	0,063	0,023
<i>Cash turnover</i>	5484,7	58,3	59,7
Redditività			
<i>Earning Quality</i>	2,414	1,943	1,773
<i>Cash Flow Margin</i>	0,106	0,058	0,022
Copertura m/l			
<i>Cash Flow to Long Term Debts</i>	0,937	0,333	0,132
<i>Cash return to Shareholders</i>	0,549	0,322	0,136

3.2.5.1 Liquidità e solvibilità

L'analisi dell'*Operating cash flow ratio* per la Cartiera San Rocco individua un trend di crescita positivo; partendo da un valore molto basso del 2013, pari al 4%, si passa all'11% del 2014, crescendo ancora fino a raddoppiarsi nel 2015, raggiungendo il 22%. Seppur dal 2013 si nota un notevole miglioramento, i valori dell'*operating cash flow ratio*, sono ancora bassi e molto inferiori alla soglia del 40%, rendendo esplicito il problema di carenza di liquidità operativa per coprire efficacemente le passività a breve scadenza. Uno sguardo al rendiconto e allo stato patrimoniale è utile per fare chiarezza sulle dinamiche dell'indicatore, infatti si nota che la crescita di quest'ultimo è dovuta ad un flusso di cassa della gestione reddituale crescente, per via di un utile sempre crescente e di una migliore gestione del CCNC, che fra il 2013 e il 2015 ha liberato più liquidità. In aggiunta a questo la società ha ridotto, fra il 2013 e il 2014, la quantità dei debiti a breve termine.

Il problema della liquidità, nella San Rocco è sicuramente presente e i soli flussi generati dalla gestione corrente non sono sufficienti, dovendo ricorrere ad altre fonti più onerose come si capisce dalla sezione dell'attività di finanziamento del rendiconto finanziario che dimostra l'accensione di un finanziamento nel 2013.

Anche guardando lo schema sulla composizione dello stato patrimoniale finanziario, ci possiamo rendere immediatamente conto dello sbilanciamento fra attivo e passivo corrente; se ci fermassimo soltanto ad un'analisi dello stato patrimoniale saremmo indotti a credere che fra il 2013 e il 2015 la situazione è perfino peggiorata.

L'andamento del *Cash debt coverage ratio* rispecchia quello dell'indicatore precedente, che vede un valore molto basso nel 2013 e una crescita elevata dell'indice che porta il valore alle soglie della sufficienza nel 2015, raggiungendo il 17%. La politica di riduzione dei debiti a lungo termine operata dalla società tra il 2014 e il 2015 ha contribuito al miglioramento dell'indicatore.

3.2.5.2 Efficienza

Il Cash return on assets della cartiera San Rocco è passato dal 2% del 2013, crescendo fino al 6% nel 2014 e al 12% nel 2015; l'andamento dell'indicatore evidenzia una crescita dell'efficienza nei tre esercizi considerati, questo vuol dire che gli amministratori della società sono riusciti a far fruttare in maniera maggiore il capitale investito realizzando un utile e un flusso di cassa della gestione reddituale sempre maggiore.

Comparando il cash ROA con il ROA (utile/totale attivo) si nota che l'indicatore di flusso di cassa è molto più preciso. Mentre il cash return on asset rende visibile in maniera precisa il miglioramento in termini di efficienza tra l'esercizio 2013 e 2014, dovuto essenzialmente alla miglior gestione del CCNC, il ROA mette in evidenza soltanto una maggiore efficienza nell'esercizio 2015, considerando di pari grado gli altri due.

Come si è visto nel caso appena mostrato e anche in altri precedentemente descritti, indicatori classici come il ROA, tengono conto soltanto di alcuni elementi, tralasciando un grande quantitativo di informazioni che invece lo studio del rendiconto finanziario può portare in evidenza.

Per quanto riguarda il *Cash Turnover*, questo risulta abbastanza elevato per il 2013 e 2014 e altissimo nel 2015; come si è già visto in precedenza il valore del cash turnover può risultare falsato se le liquidità medie disponibili, che rappresentano il denominatore del quoziente, sono in quantità ridotte, dando luogo ad un rapporto molto alto. In questi casi il cash turnover non è indice di efficienza, ma sintomo di una possibile crisi di liquidità.

3.2.5.3 Redditività

L'*Earning quality* ha un andamento crescente e valori buoni, partendo già dal 170% nel 2013 fino ad arrivare al 240% nel 2015; il rapporto non scende mai sotto l'unità dimostrando che il bilancio della società è in perfetta salute. La totalità dell'EBIT ha contribuito a formare il flusso di cassa della gestione reddituale dimostrando che non sono presenti in bilancio degli elementi fittizi o nascosti.

I dati del *Cash flow margin* mostrano un trend in crescita con valori bassi per i primi due esercizi, ma più alti per il 2015, in linea con quelli degli altri concorrenti. Nel 2015 il 10% delle vendite si è tradotto in flusso di cassa dimostrando una buona redditività delle vendite; un andamento crescente dell'indicatore è senz'altro un fattore positivo che lascia ben sperare per il futuro della società.

3.2.5.4 Copertura a medio/lungo termine

Sia il *Cash flow to long term debts* che il *Cash return to shareholders* crescono nel periodo esaminato, raggiungendo nel 2015 dei valori molto buoni, specie per il cash return to shareholders che evidenzia una redditività del capitale proprio superiore al 50% nel 2015.

L'evoluzione dei due indici è in accordo con le scelte compiute dall'azienda in termini di riduzione del debito a lungo termine e di aumento del capitale proprio tra il 2013 e il 2015.

Basandosi sull'analisi di questi due indicatori, gli interessi dei finanziatori nel lungo periodo sembrano protetti, anche se uno sguardo all'area dei finanziamenti e a quella degli investimenti del rendiconto mostra che, dal 2013, la società ha compiuto sempre meno investimenti e il rimborso dei finanziamenti, a breve e a medio/lungo periodo, ha sottratto all'azienda un'ingente quantità di liquidità. Il 2014 e il 2015 hanno avuto un bilancio della liquidità totale negativo, azzerando quasi completamente le disponibilità liquide della società.

3.3 Il riepilogo dei valori calcolati

I valori dei diversi indicatori riportati nelle precedenti tabelle sono stati riassunti nello schema seguente, avendo cura di inserire, rispettivamente per ogni anno, la media fra le diverse aziende e la deviazione standard campionaria che, come sappiamo, rappresenta il grado complessivo della "deviazione" dei valori dalla media.

	Operating Cash Flow Ratio			Cash Debt Coverage Ratio			Cash Return on Asset			Cash turnover		
	2013	2014	2015	2013	2014	2015	2013	2014	2015	2013	2014	2015
SCA	30%	12%	29%	29%	12%	29%	19%	6%	14%	11	13	12
SOFIDEL	9%	3%	16%	5%	2%	7%	4%	1%	7%	-12	-7	-5
LUCART	-22%	14%	-5%	-16%	11%	-5%	-8%	5%	-2%	38	34	35
ICT	19%	26%	19%	16%	24%	16%	7%	9%	5%	38	55	81
SAN ROCCO	4%	11%	22%	3%	8%	18%	2%	6%	13%	60	58	5485
MEDIA	8%	13%	16%	8%	11%	13%	5%	6%	7%	27,1	30,5	1122
DEVIAZIONE	19%	8%	13%	17%	8%	12%	10%	3%	6%	27,65	27,74	2439
	Liquidità						Efficienza					
	Earning Quality			Cash Flow Margin			Cash Flow to Long Term Debts			Cash Return to Shareholders		
	2013	2014	2015	2013	2014	2015	2013	2014	2015	2013	2014	2015
SCA	188%	52%	117%	10%	4%	8%	251,56	80,13	190,82	63%	16%	31%
SOFIDEL	212%	118%	343%	5%	2%	12%	11%	5%	27%	13%	6%	27%
LUCART	-381%	381%	-56%	-10%	7%	-3%	-53%	49%	-26%	-17%	13%	-5%
ICT	222%	166%	120%	14%	17%	10%	104%	263%	96%	14%	15%	8%
SAN ROCCO	177%	194%	241%	2%	6%	11%	13%	33%	94%	14%	32%	55%
MEDIA	84%	182%	153%	4%	7%	8%	5046%	1673%	3855%	17%	16%	23%
DEVIAZIONE	260%	123%	150%	9%	6%	6%	11242%	3546%	8512%	29%	10%	23%
	Redditività						Copertura a m/l termine					

Uno sguardo alla media e alla deviazione rende immediato se il risultato della singola azienda sia positivo o negativo, in confronto alle sue competitor qui analizzate. Il campione di aziende analizzato è piccolo e la media non è indicativa dell'andamento del settore, ciò nonostante è la soluzione che meglio si avvicina ad una comparazione fra i dati raccolti e i valori medi del settore; bisogna infatti considerare che per gli indicatori di cash flow da noi utilizzati, i dati medi del settore, per quanto utilissimi per comparare le diverse realtà aziendali, sono di difficile reperimento.

Conclusioni

Nel corso dell'elaborato sono stati affrontati diversi argomenti. Partendo da una breve presentazione di ciò che la teoria postula in termini di cosa è il rendiconto finanziario, come questo viene redatto e quali sono le nozioni e i principi alla base del suo utilizzo, si è passati ad una descrizione degli indicatori costruiti proprio sul prospetto di rendiconto e di come il suo utilizzo e la sua analisi sia, allo stesso tempo, di grande utilità ma così poco "sfruttato" dalle aziende del nostro paese.

Lo studio del rendiconto finanziario dei flussi di liquidità permette di dare una risposta ai seguenti quesiti: capire quale sia la dimensione dei flussi di liquidità complessivamente movimentati nel corso del periodo considerato, quale sia stata la politica degli investimenti, quale sia stato il fabbisogno finanziario complessivo e come si è provveduto alla sua copertura, in che misura l'impresa è riuscita ad autofinanziarsi generando flussi di cassa attraverso la gestione corrente, in che misura le diverse aree di gestione hanno contribuito all'assorbimento o alla creazione di risorse finanziarie, in che misura ha inciso la variazione del capitale circolante netto commerciale ed infine, in che misura si è dovuto ricorrere a fonti finanziarie esterne.

Questi interrogativi nascono spontaneamente nella mente di chi si appresta ad interpretare le performance economiche-finanziarie d'impresa partendo dalla lettura di un bilancio d'esercizio. L'impostazione civilistica del bilancio non ci consente però di sviluppare immediatamente un quadro interpretativo della dinamica finanziaria aziendale. I principali prospetti di bilancio evidenziano un risultato economico-patrimoniale della gestione conseguito nel corso dell'esercizio, ma non forniscono un'indicazione immediata del risultato finanziario. Ne consegue che, analizzando i dati di bilancio, si potrebbe esser portati ad attribuire al risultato economico anche un significato finanziario. In realtà le due variabili hanno significati diversi e non sempre sono allineate.

Il rendiconto finanziario è, quindi, uno strumento fondamentale, poiché permette di allargare la visuale di analisi alla dimensione finanziaria, troppo spesso non considerata. È la base per il calcolo degli indicatori di cash flow, che forniscono

una prospettiva di analisi ulteriore a quella statica tradizionale per margini e per indici. Infine l'impostazione metodologica potrà trovare applicazione sia nell'ambito di analisi finanziarie storiche, sia nell'ambito di analisi prospettiche, laddove il rendiconto finanziario (o più correttamente budget finanziario), diventa lo strumento cardine all'interno dei processi di pianificazione e programmazione.

L'approccio al bilancio, utilizzato in questo elaborato, ha voluto testare l'uso dei rapporti di flusso di cassa per l'analisi delle prestazioni delle aziende cartarie. Si è cercato di dimostrare come questi indici potrebbero essere utili per analizzare la situazione finanziaria di una società fornendo una comprensione immediata, anche per l'utente esterno, riducendo i dati finanziari ad una serie concisa di relazioni chiave che mettono in risalto le operazioni di gestione della liquidità di un'azienda. L'impiego di un indice di flusso è preferibile in assoluto allo stesso indicatore costruito esclusivamente con elementi provenienti dallo stato patrimoniale o dal conto economico; risultati economici come l'EBITDA possono essere facilmente manipolati dall'azienda e voci patrimoniali come l'attivo corrente possono comprendere un alto valore di crediti senza però indicare se la società, durante l'esercizio, è riuscita o meno ad incassare. I flussi di liquidità riportati nel rendiconto, al contrario, sono difficilmente manovrabili, e la loro generazione, almeno nel lungo periodo, è imprescindibile dalla sopravvivenza della società.

Alla luce di quanto esposto nei capitoli precedenti possiamo fare le seguenti considerazioni: la prima cosa che sorprende nel momento in cui ci si appresta a compiere l'analisi di un gruppo di aziende, seppur di dimensioni medio-grandi, è la disomogeneità con cui il prospetto di rendiconto finanziario viene presentato all'interno del bilancio d'esercizio. Il rendiconto, a differenza dello stato patrimoniale e del conto economico, che sono disciplinati dal codice civile, non ha una normativa che preveda la forma di redazione adeguata, tutto ciò comporta che le aziende, se decidono di inserirlo, possono utilizzare il prospetto di redazione che preferiscono. Ne risulta che molti dei rendiconti con cui l'utente esterno si trova a dover lavorare, hanno forme di redazione differenti, oppure mancano di alcune voci, o sono scarsamente dettagliati. Tutto questo si traduce nella difficoltà di

calcolo di alcuni indicatori oppure nell'impossibilità di applicare specifiche metodologie di analisi.

Quanto appena detto, insieme all'assenza, nelle relazioni sulla gestione della maggioranza delle aziende, di un'analisi accurata dei flussi finanziari contenuti nel rendiconto, è un preciso segnale di come, fra le nostre aziende, l'analisi della liquidità sia ancora scarsamente considerata e una parziale giustificazione riguardo ad alcuni profili finanziari delle società analizzate, che presentano: ridotto peso dell'indebitamento a medio-lungo-termine (ed elevata esposizione a breve, con una massiccia incidenza dello scoperto di conto corrente) e una scarsa conoscenza, da parte delle aziende, degli indicatori e degli strumenti finanziari innovativi.

È emerso che tutte le aziende considerate hanno dei problemi di liquidità, nella copertura cioè delle passività a breve scadenza con i flussi di cassa provenienti dalla gestione reddituale; questa situazione viene riscontrata anche in quelle più meritevoli che possiedono un bilanciamento patrimoniale, tra attivo e passivo corrente, all'apparenza soddisfacente. L'incapacità delle aziende di autofinanziarsi adeguatamente le spinge a dover integrare la liquidità mancante con fonti certamente più onerose, come l'indebitamento bancario a breve termine, se non, nei casi più gravi, con il disinvestimento.

Il problema della liquidità, che affligge gran parte delle aziende italiane, è anche l'eredità del rapporto patologico col sistema bancario, che portava le società a non considerare l'efficienza (o la non efficienza) nella gestione della liquidità auto-generata, poiché questa veniva surrogata dalla più facile disponibilità proveniente dai diversi istituti bancari "amici". È anche per questo che l'utilizzo dell'analisi dei flussi finanziari è stata, per tanti anni, a differenza di altri paesi, così poco considerata. Soltanto negli ultimi dieci anni, la crisi dell'economia e del sistema bancario, hanno incentivato le aziende ad una gestione più oculata dei propri flussi di liquidità.

Proprio in quest'anno, il 2016, in cui la redazione del rendiconto finanziario è diventata (finalmente) obbligatoria per tutte le società per azioni italiane, quest'analisi ha voluto essere un esempio delle potenzialità di impiego di questo

strumento; l'introduzione coattiva di questo prospetto nel bilancio d'esercizio è la conferma che il valore dell'analisi dei flussi finanziari è comunemente riconosciuto e, probabilmente, è l'input che occorre per espanderne l'utilizzo.

Bibliografia

- Almeida, C., And Weisbach, M. S. (2004). *“The Cash Flow Sensitivity Of Cash”*, *The Journal Of Finance*.
- Alver, J. (2005), *“Preparation And Analysis Of Cash Flow Statements: The Net Profit Approach And Operating Profit Approach”*.
- Andrew, W. P., & Schmidgall, R. S. (1993), *“Financial Management For The Hospitality Industry”*.
- Antonelli V., D’alessio R., Dell’atti V. (2007) *“Analisi Di Bilancio E Basilea 2”*. Indici, Rating Di Settore, Valutazioni, Ipsoa.
- Assocarta (2013), *“L’industria Cartaria Nel 2012”*, Roma.
- Assocarta (2013), *“Rapporto Ambientale Dell’industri Cartaria Italiana”*, Dati 2010- 2011, Roma.
- Assocarta (2014), *“L’industria Cartaria Nel 2013”*, Roma.
- Assocarta (2014), *“Rapporto Ambientale Dell’industri Cartaria Italiana”*, Dati 2011- 2012, Roma.
- Assocarta (2015), *“L’industria Cartaria Nel 2014”*, Roma.
- Barnes Paul, *“The Analysis And Use Of Financial Ratios: A Review Article”* , *Journal Of Business Financial And Accounting*, Vol. 14, No. 4.
- Bartoli F. (2015) *“Il Rendiconto Finanziario Dei Flussi Di Liquidità. Guida All’analisi E Alla Pianificazione Finanziaria Delle Pmi Attraverso I Flussi Di Liquidità”*, Franco Angeli.
- Benishay, H., *“Economic Information In Financial Ratio Analysis: A Note”* *Accounting And Business Research*, Vol. 1, No. 2.
- Bertele U. (2013), *“Strategia”*, Egea, Milano.
- Bianchi Martini S. e Corvino A. (2012), *“Sofidel”*, In Coda V. Et La, “Valori D’impresa In Azione”, EGEA, Milano.

- Bohannon, J., & Edwards, D. (1993), ***“Cash Budgeting”***, Journal Of Property Management, 58.
- Bowen, B., And Daley, L. A. (1986), ***“Evidence On The Relationships Between Earnings And Various Measures Of Cash Flow”***, The Accounting Review.
- Caramiello C. Di Lazzaro F. Fiori G. (2003) ***“Indici Di Bilancio: Strumenti Per L'analisi Della Gestione Aziendale”***, Milano, Giuffre Editore.
- Carslaw, C.A. And Mills, J.R. (1991) ***“Developing Ratios For Effective Cash Flow Statement Analysis”***, Journal Of Accountancy, Vol. 172, No. 5.
- Cartiera S.Rocco (2014), ***“Bilancio D’esercizio 2013”***, Lucca.
- Cartiera S.Rocco (2015), ***“Bilancio D’esercizio 2014”***, Lucca.
- Cartiera S.Rocco (2016), ***“Bilancio D’esercizio 2015”***, Lucca.
- Casey, C., And Bartczak, N. (1985), ***“Using Operating Cash-Flow Data To Predict Financial Distress: Some Extensions”***. Journal Of Accounting Research, 23.
- Cattani G. (1998), ***“Strategia Di Sviluppo E Fattori Critici Di Successo. Il Caso Delle Aziende Produttrici Di Casta Tissue A Lucca”***, Studi E Note Di Economia, n.3, Roma.
- Ceriani G. Frazza B. (2007) ***“Analisi Di Bilancio: Metodologie E Casi Di Studio”***, Padova, Cedam.
- Coltman, M. M., & Jagels, M. G. (2001), ***“Hospitality Management Accounting”***, 7th Ed. New York: Wiley.
- D'alessio R. Antonelli R. (2012) ***“Analisi Di Bilancio”***, Santarcangelo Di Romagna, Maggioli Editore.
- Davidson, S., Stickney, C., And Weil, R. (1988), ***“Financial Accounting”***, 5th Ed., Chicago: The Dryden Press.

Devalle A., Pisoni P. (2013) ***“Analisi Di Bilancio: La Valutazione Della Performance Aziendale Attraverso Gli Indicatori Di Struttura E Situazione Finanziaria”***, Giuffrè Milano.

Făurescu S., Duță O. A. (2011) ***“Evaluation Of Management Performance By Means Of Income Statements And Cash Flow”***, Revista Tinerilor Economisti (The Young Economists Journal), Vol. 1.

Ferrero G. (2003) ***“Le Analisi Di Bilancio: Indici E Usi”***, Milano, Giuffrè Editore.

Figlewicz, R.E. And Zeller, T.L. (1991) ***“An Analysis Of Performance, Liquidity, Coverage And Capital Ratios From The Statement Of Cash Flows”***, Akron Business And Economics Review, Vol. 22, No.1.

Foresti G. E Trenti S. (2012), ***“Il Distretto Della Carta Di Capannori”***, Intesa San Paolo, Milano.

Friedlob, G.T. And Schleifer, L.L.F. (2003) ***“Essentials Of Financial Analysis”***, New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.

Giacomino, D.E. And Mielke, D.E. (1993) ***“Cash Flows: Another Approach To Ratio Analysis”***, Journal Of Accountancy, Vol. 175, No. 3.

Ibarra, Venus C (2009), ***“Cash Flow Ratios: Tools For Financial Analysis”***, Journal of International Business Research. Jan2009 Supplement, Vol. 8.

Il Rendiconto Finanziario E L’informativa Di Bilancio. Documento del 28 febbraio 2015 Fnc.

Incollingo A. (1996) ***“Il Fabbisogno Finanziario Dell’impresa. Aspetti Quantitativi E Di Politica Aziendale”***, Giuffrè Milano.

Industrie Cartarie Tronchetti (2014), ***“Bilancio d’esercizio 2013”***, Lucca.

Industrie Cartarie Tronchetti (2015), ***“Bilancio d’esercizio 2014”***, Lucca.

Industrie Cartarie Tronchetti (2016), ***“Bilancio d’esercizio 2015”***, Lucca.

International Federation of Accountants (2007), ***“IAS 7 -Statement of Cash flow”***.
Journal Of International Business Research, (2009) Volume 8, Special Issue.

- Kieso, D. E., Weygandt, J. J., And Warfield, T. D. (2004), ***“Intermediate Accounting”***, 11th Ed. New Jersey: John Wiley & Sons.
- Larson, K. D., Wild, J. J., And Chiappetta, B. (2006), ***“Fundamental Accounting Principles”***, 17th Ed. New York: Mcgraw-Hill.
- Lenoci F., Rocca E. (2016) ***“Rendiconto Finanziario”***, Ipsoa.
- Lucart (2014), ***“Bilancio d’esercizio 2013”***, Lucca.
- Lucart (2015), ***“Bilancio d’esercizio 2014”***, Lucca.
- Lucart (2016), ***“Bilancio d’esercizio 2015”***, Lucca.
- Lucense (2013), ***“Elaborazione Di Strategie Tecnico Produttive Di Filiera”***, 31 ottobre 2013, Mimeo, Lucca.
- Manzolini D. (2009) ***“Il Rendiconto Finanziario”***, Euroconference Editore.
- Mills, J.R. And Yamamura, J.H. (1998) ***“The Power Of Cash Flow Ratios”***, *Journal Of Accountancy*, Vol. 186, No.4.
- Mocchi D. e Monticelli A. (2014), ***“L’impatto Della Crisi Economica Sul Distretto Cartario Di Lucca”*** Relazione presentata alla XXXV Conferenza AISre, Padova.
- Organismo Italiano di Contabilità (2014), ***“OIC 10 - Il rendiconto finanziario”***.
- Organismo Italiano di Contabilità (2014), ***“OIC 12 – Composizione e Schemi di Bilancio d’Esercizio”***.
- Organismo Italiano di Contabilità (2014), ***“OIC 14 – Disponibilità Liquide”***.
- Prometeia-IntesaSanpaolo (vari anni), ***Analisi dei Settori Industriali***, Bologna.
- Robert N. A. (2012) ***“Il Bilancio: Analisi Economiche Per Le Decisioni E La Comunicazione Della Performance”***, Milano, Mcgraw-Hill.
- SCA (2014), ***“Annual Report 2013”***.
- SCA (2015), ***“Annual Report 2014”***.
- SCA (2016), ***“Annual Report 2015”***.

Schmidgall, R.S., Geller, A.N., And Ilvento, C. (1993) ***“Financial Analysis Using The Statement Of Cash Flows”***, *Cornell Hotel And Restaurant Administration Quarterly*, Vol. 34, No. 1.

Sofidel (2014), ***“Bilancio d’esercizio 2013”***, Lucca.

Sofidel (2015), ***“Bilancio d’esercizio 2014”***, Lucca.

Sofidel (2016), ***“Bilancio d’esercizio 2015”***, Lucca.

Stepanyan Armen (2011) ***“Performance Assessment Of Major U.S. Airlines Via Cash Flow Ratios”***, Accounting Department, Faculty Of Economics And Business Administration, West University Of Timisoara, Timisoara, Romania.

Sylvestre, J., & Urbancic, F. R. (1994), ***“Effective Methods For Cash Flow Analysis”***, Healthcare Financial Management.

Talinn University Of Technology Working Papers In Economics, 15.

Tracy, J. A. (2004), ***“How To Read A Financial Report”***, New Jersey: John Wiley And Sons.

Vitali G. (2016) ***“La Filiera Del Distretto Cartario Di Lucca”***, Franco Angeli.

Weygandt, J. J., Kieso, D. E., And Kimmel, P. D. (1998), ***“Financial Accounting”***, 2nd. New Jersey: John Wiley & Sons.

Zeller, T. L., & Stanko, B. B. (1994), ***“Operating Cash Flow Ratios Measure A Retail Firm's "Ability To Pay"”***, *Journal Of Applied Business Research*.

Sitografia

AIDA Bureau Van Dijk: www.bvdinfo.com

Assocarta: www.assocarta.it

Borsa Italiana: www.borsaitaliana.it

Camera Di Commercio Di Lucca, Il Settore Cartario:
www.lu.camcom.it/economia/welcome.php

Camera Di Commercio, Registro Imprese: www.registroimprese.it

Cartiera San Rocco: www.cartierasrocco.it

Consiglio Nazionale Dottori Commercialisti Esperti Contabili: www.cndcec.it

Database EBSCO: www.ebscohost.com

Fondazione Nazionale Commercialisti:
www.fondazionenazionalecommercialisti.it

Il Rendiconto Finanziario: www.rendicontofinanziario.net

Industrie Cartarie Tronchetti: www.tronchetti.com

International Federation of Accountants: www.ifac.org

Investopedia: www.investopedia.com

Lucart: www.lucartgroup.com

Mastercarta&Cartone: www.mastercartalucca.it/distretto-cartario-di-lucca

Sca: www.sca.com/it/sca-colored-tissue-reels

Sofidel: www.sofidel.com/it